

"A FEA e a USP respeitam os direitos autorais deste trabalho. Nós acreditamos que a melhor proteção contra o uso ilegítimo deste texto é a publicação online. Além de preservar o conteúdo motiva-nos oferecer à sociedade o conhecimento produzido no âmbito da universidade pública e dar publicidade ao esforço do pesquisador. Entretanto, caso não seja do interesse do autor manter o documento online, pedimos compreensão em relação à iniciativa e o contato pelo e-mail bibfea@usp.br para que possamos tomar as providências cabíveis (remoção da tese ou dissertação da BDTD)."

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE ECONOMIA , ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE
DEPARTAMENTO DE ADMINISTRAÇÃO

AQUISIÇÕES , FUSÕES E INCORPORAÇÕES

*ESTUDO DE UMA SOLUÇÃO PARA O DESENVOLVIMENTO EMPRESARIAL NA ERA DA
GLOBALIZAÇÃO*

LUIZ FERNANDO FERRARI

Orientador: Prof. Dr. José Carlos Moreira

Dissertação de Mestrado apresentada ao
Departamento de Administração da Faculdade
de Economia, Administração e Contabilidade da
Universidade de São Paulo

São Paulo

1996

Aos meus pais , Genny e Luiz (in memoriam), pela dedicação de toda uma vida.

À minha esposa , Iracema , pelo incentivo e apoio.

Aos meus filhos , Natália e Gustavo , com amor.

AGRADECIMENTOS

A todas as pessoas que , de alguma forma , contribuíram para que este trabalho se tornasse realidade . Em especial :

- ♦ ao Prof. Dr. José Carlos Moreira , pela competente e segura orientação ;
- ♦ ao Profs. Drs. Rubens Famá e José Carlos Securato, pelo apoio e conselhos , muito valiosos para a finalização desta obra ;
- ♦ ao colega Henrique José Boneti , pelo precioso incentivo ;
- ♦ aos colegas mestrandos da FEA , cuja convivência e trabalho em conjunto representaram momentos importantes ao longo do curso ;
- ♦ a meus pais , Luiz Ferrari e Genny Mauad Ferrari , pelos exemplos e ensinamentos e , principalmente , pela dedicação de toda uma vida ;
- ♦ a minha esposa Iracema e meus filhos Natália e Gustavo , pela dedicação , apoio , compreensão e incentivo.

SUMÁRIO

As rápidas transformações por que passa o cenário econômico mundial exigem das empresas elasticidade e presteza no direcionamento de suas ações estratégicas.

As aquisições , fusões e incorporações constituem uma alternativa muito interessante para a adequação do porte e de estrutura organizacional das empresas ao mercado e à conjuntura econômica mundial.

Em nosso trabalho , nos propomos a apresentar um estudo das aquisições, fusões e incorporações , como uma alternativa interessante para o desenvolvimento empresarial.

A partir da premissa de que a determinação do valor das empresas representa um dos fatores críticos nos processos de aquisição , fusão e incorporação , são apresentados e discutidos neste trabalho métodos alternativos para avaliação das empresas .

Também são abordadas as modalidades de financiamento e pagamento das transações , os seus efeitos contábeis e fiscais.

A análise do processo de negociação dá ênfase para os aspectos relativos ao planejamento e aos fatores psicológicos , que , às vezes, podem prevalecer sobre a racionalidade , inviabilizando transações.

Por fim , o processo cultural e de integração pós fusão ou aquisição é analisado, levando-nos à constatação este aspecto é um dos fatores-chave para o sucesso das transações.

Abordadas sob estes diferentes aspectos , as aquisições , fusões e incorporações , demonstram se tratar de alternativas muito interessantes para acelerar o desenvolvimento empresarial , o que é corroborado pela frequência em que vêm ocorrendo , tanto nos países do Primeiro Mundo como nos de economia emergente.

ABSTRACT

Globalization is imposing some important modifications on the world market. This situation requires from the firms elasticity and promptness in their responses to the environment , as well as , in their strategic movements.

Merger and acquisitions seem to be a very smart way to the companies to achieve the adjustment of their appropriate size and organic structure, in order to reach the necessary entrepreneurial development .

In this study , we have presented and discussed some alternative methods to evaluate companies , considering that the establishment of the value of the firm is one of the critical points within the process of merger and acquisition.

We have also made considerations about the financing and payment conditions , their fiscal and accountancy effects.

The approach to the negotiation emphasizes aspects related to the planning and to the psychologic matters , which , sometimes , can prevail over the reason , taking the transaction to the unviability.

At last , the cultural aspects, mainly related to the integration phase between the old and the new organization are subject of analysis , taking us to the conclusion that this is one of the key points to the success of the operations.

After being focused under this different angles , mergers and acquisitions seem to really be very interesting alternatives to speed up the entrepreneurial development, fact which is confirmed by the great number of registered operations, not only in the developed countries , but also in the emerging markets.

ÍNDICE

1. O PROBLEMA : JUSTIFICATIVAS E OBJETIVOS	01
1.1. Considerações Iniciais	01
1.2. Objetivos e Delimitações do Trabalho	04
1.3. Importância e Desenvolvimento do Estudo	05
2. DESENVOLVIMENTO EMPRESARIAL: CRITÉRIOS PARA A TOMADA DE DECISÃO	07
2.1. Planejamento Estratégico	07
2.2. Crescimento Vertical , Horizontal e Conglomerado	11
2.3. Agentes Motivadores das Aquisições , Fusões e Incorporações	13
2.4. Transações Internacionais	16
2.5.A Aplicação da Estratégia De Aquisições , Fusões e Incorporações no Brasil	17
3. O PROCESSO DE AVALIAÇÃO	21
3.1 Introdução	21
3.2. O Valor Contábil	22
3.3. O Valor de Liquidação dos Ativos	24
3.4. Valor de Mercado	24
3.5. Múltiplo de Lucros	25
3.6. Múltiplo de Vendas	26
3.7. Fluxo de Caixa Descontado	26
3.8. Métodos de Determinação do Custo de Capital	33
3.9. A Avaliação de Empresas em Transações Internacionais	39
3.10. A Avaliação de Empresas no Contexto Brasileiro Atual	

4. FORMAS DE PAGAMENTO E FINANCIAMENTO DAS TRANSAÇÕES	45
4.1. Pagamento a Vista , com Recursos Próprios	46
4.2. Pagamento a Vista , com Ações Ordinárias	46
4.3. Pagamento Financiado , pela Emissão de Ações Preferenciais	47
4.4. Pagamento a Prazo , com Financiamento pelo Vendedor	47
4.5. Pagamento a Prazo , Financiado pelo Vendedor , Vinculado aos Resultados Futuros	47
4.6. Pagamento à Vista , com Financiamento por Instituições Financeiras	48
4.7. Comentários à Situação Brasileira	49
5. CONSIDERAÇÕES CONTÁBEIS E TRIBUTÁRIAS	50
5.1. Aspectos Contábeis	50
5.2. Aspectos Fiscais	54
5.3. Incorporação e Fusão sob a Ótica do Planejamento Tributário	57
6. O PROCESSO DE NEGOCIAÇÃO	59
6.1. A Análise das Posições na Negociação	60
6.2. Técnicas de Negociação	61
6.3. Limites da Negociação	63
6.4. A Forma de Aquisição	67
6.5. Finalização da Negociação : A Carta de Intenções	69
6.6. Consultoria Especializada	70

7. O PROCESSO DE INTEGRAÇÃO : CULTURA E ORGANIZAÇÃO	71
7.1. O Planejamento da Integração	71
7.2. Aspectos Culturais no Processo de Integração	73
7.3. Fatores Críticos para o Êxito da Integração	75
7.4. O Processo de Integração nas Privatização e nas Transações Internacionais no Brasil	78
8. CONCLUSÕES	80
9. BIBLIOGRAFIA	83

1. INTRODUÇÃO

1.1. Considerações Iniciais

Vendas e aquisições, fusões e incorporações de empresas, embora não sejam fenômenos novos, têm requerido dos administradores e dos especialistas uma atenção e compreensão especiais, devido à crescente importância que estes processos de desenvolvimento empresarial têm assumido, dentro da nova realidade econômica internacional.

A tendência atual, tanto nos países desenvolvidos como e, talvez principalmente nos países de economia emergente, as práticas de investimentos a partir da estaca zero estão sendo progressivamente substituídas pelas técnicas de fusão, aquisição ou formação de *joint ventures* de forma a diminuir-se os riscos inerentes aos investimentos e reduzir os custos operacionais, por razões geográficas, mercadológicas, culturais ou tecnológicas.

Este movimento deve motivar as organizações a adequarem seu tamanho e seus recursos, a investirem em tecnologia, em pesquisa e desenvolvimento de novos produtos, a garantirem e ampliarem seus canais de distribuição, para poder competirem não apenas no mercado doméstico, mas também a nível internacional, dentro do contexto da globalização.

Nos Estados Unidos, transações nas áreas de entretenimento (Disney - ABC, Warner-Turner), bancária (Chase-Chemical) e de serviços (Union Electric-Cipsco) são fatos relevantes num mercado que, nos primeiros 9 meses de 1995, movimentou cifras da ordem de US\$ 270 bilhões.

Na América Latina e, em particular, no Brasil, esta tendência parece se confirmar, tendo crescido o número de operações desde 1993.

A estabilização econômica dos principais países latino-americanos e a formação do Mercosul também devem contribuir para o desenvolvimento de um grande mercado potencial, criando condições para o crescimento da

participação de empresas estrangeiras nas operações de aquisição nessa região.

O aumento da competitividade e a exigência de padrões mais severos de qualidade , provocando as empresas a investirem em desenvolvimento tecnológico , têm motivado várias parcerias entre empresas brasileiras e estrangeiras .

O crescimento das transações no Brasil envolvendo capital estrangeiro pode ser explicado pela liberalização da economia , pelo fim da reserva de mercado e dos controles de preços , pela flexibilização das barreiras alfandegárias e redução das alíquotas de importação , bem como , pelo processo gradual de privatização.

Destaque especial merecem também as associações , principalmente aquelas voltadas para a especialização e a transferência de tecnologia - grande economia de tempo e de recursos em pesquisa e desenvolvimento é alcançada quando se adota esta estratégia ; exemplos locais desta operação são a associação entre o grupo Klabin e a empresa de origem austríaca Lenzing e a associação entre a empresa CMW , empresa de tecnologia de ponta no setor ferroviário , pertencente ao grupo Odebrecht e o grupo europeu GEC-ALSTHOM.

Na área das privatizações , o processo iniciou-se pelo setor siderúrgico - a USIMINAS foi a primeira experiência , coroada de êxito , seguida pela CSN- Companhia Siderúrgica Nacional , pela CST - Companhia Siderúrgica de Tubarão e COSIPA - Companhia Siderúrgica Paulista , entre outras , de menor relevância .

No setor petroquímico , as privatizações propiciaram também a reestruturação das empresas , inclusive no sentido da verticalização , como é o caso da aquisição da Nitrocarbono pela PRONOR.

A indústria petroquímica brasileira deve crescer em ritmo mais acelerado de que a economia nacional , para poder atender a demanda , em condições de

competitividade com os grandes grupos internacionais ; as fusões e incorporações parecem ser o caminho natural para viabilizar este crescimento.

O setor de serviços - telecomunicações e energia , que recentemente libertou-se do monopólio estatal , é a provável próxima concentração das privatizações , tão logo estejam regulamentadas as formas e os limites reais das operações.

Um dos setores também muito afetado é o setor bancário , que pode ser também afetado , principalmente , pela queda da inflação , pela globalização e pelo processo de desintermediação financeira .

Na América Latina e , em particular , no Brasil , o sistema bancário deverá sofrer um processo de enxugamento , com fusões de porte significativo e estimuladas pelo governo federal , que as enxerga como a via principal para não haver colapso do sistema financeiro e para evitar os desgastes naturais de uma intervenção pelo Banco Central. O primeiro caso concreto foi a incorporação do Banco Nacional pelo Unibanco , ocorrida em novembro de 1995.

Com a queda da inflação , os bancos devem ter sua receita com o *floating* reduzida , *floating* este que representa uma contribuição importante para suportar suas despesas operacionais e administrativas ; a desintermediação também deve impor uma perda de receita , já que empresas não financeiras , como as de *factoring*, passaram a atuar como apoio ao comércio varejista , movimentando valores significativos , antes realizados pelos bancos.

A globalização , ainda , deve expor o setor bancário à concorrência acirrada das instituições externas , implicando a necessidade de rápida redução de seus custos administrativos e operacionais.

O cenário descrito acima nos dá a dimensão exata da importância , neste momento , do assunto aquisições , fusões e incorporações , que nos despertou o interesse acadêmico em desenvolver a dissertação sobre este tema.

1.2. Objetivos e delimitações do estudo

O objetivo desta dissertação é realizar um estudo dos diversos aspectos e problemas que envolvem os processos de desenvolvimento empresarial através de aquisições , fusões e incorporações, com concentração nos seguintes temas:

- análise da decisão de crescer e das alternativas disponíveis pelas empresas;
- discussão dos métodos de avaliação , sob o enfoque da compra e venda total ou de parte significativa da empresa ;
- estudo das modalidades de financiamento ;
- análise dos aspectos relativos à negociação;
- estudo dos aspectos contábeis inerentes às transações;
- análise dos aspectos organizacionais pós fusão ou aquisição , com concentração sobre os aspectos culturais envolvidos.

O enfoque considerado é o de verificar em que circunstâncias as aquisições , fusões e incorporações podem ser assumidas como meio de diversificação , penetração mercadológica , atualização tecnológica, verticalização ou horizontalização, para o desenvolvimento empresarial.

Estão fora dos limites deste estudo os seguintes tópicos :

- considerações sobre aspectos jurídicos e legais das transações ;
- análise das ações e decisões pelo lado do vendedor : a problemática vista do lado da empresa que está sendo vendida somente será discutida quando tiver influência direta nas decisões ou análises do ponto de vista do comprador;
- o processo de pesquisa e seleção dos candidatos à aquisição .

A metodologia empregada é a pesquisa bibliográfica , procurando obter conclusões quanto à factibilidade das estratégias de desenvolvimento empresarial através de fusões ou aquisições . Os estudos e análises , desenvolvidos neste trabalho , foram realizados a partir de dados secundários e do universo delimitado pelos resultados de estudos e pesquisas efetuados por diversos autores e pesquisadores do assunto , por considerações teóricas , relativas , principalmente , às técnicas de avaliação de empresas e por constatações derivadas de transações efetivamente realizadas.

1.3. Importância e desenvolvimento do estudo

A aquisição de empresas , a fusão ou a incorporação , quando adequadamente executadas, frutos de um planejamento estratégico abrangente de uma abordagem consistente dos riscos envolvidos e procedida uma avaliação correta dos valores envolvidos na transação , trata-se de uma ferramenta poderosa para permitir à empresa atingir mais rapidamente e com maior consistência seus objetivos de médio e longo prazos.

Entretanto, a aplicação destas técnicas pode resultar em fracassos , caso o empresário deixe de abordar , antecipada e criteriosamente , todos os aspectos estratégicos, econômicos , culturais e organizacionais da transação.

A importância deste trabalho reside , primordialmente, em estudar alguns aspectos relevantes do processo, de forma a verificar a eficácia e a potencialidade dos processos de aquisição , fusão e incorporação como soluções para o desenvolvimento organizacional , no contexto da liberalização dos mercados e da globalização da economia.

Este trabalho foi desenvolvido mediante a abordagem específica de cada um dos diferentes aspectos das transações .

No capítulo 2 é abordado o planejamento estratégico e são tratados os principais agentes motivadores do desenvolvimento empresarial ; neste capítulo

é apresentado o cenário brasileiro , com indicação de algumas das principais transações ocorridas recentemente , nas diferentes áreas de negócios.

Os métodos de avaliação de empresas , que é etapa muito importante , são discutidos no capítulo 3 ; as diferentes formas de determinação do custo de capital e os riscos envolvidos são abordados com detalhe , bem como , as características particulares das transações internacionais.

O capítulo 4 é dedicado à apresentação de diferentes modalidades de pagamento e financiamento disponíveis para as transações de aquisição , fusão e incorporação .

No capítulo 5 , são abordados os aspectos contábeis e fiscais , com comentários sobre o planejamento tributário e a economia fiscal que pode decorrer da combinação de empresas.

O capítulo 6 é dedicado ao estudo do processo de negociação , sendo apresentados os resultados de estudos e recomendações feitos por especialistas , entre eles , Fisher e Ury ¹⁵ , Raiffa ²⁷ e Lewicki & Litterer ²¹.

Finalmente , o capítulo 7 é dedicado à discussão da importância do adequado tratamento dos aspectos relativos à integração entre as empresas envolvidas , durante e após a concretização das transações.

2. DESENVOLVIMENTO EMPRESARIAL: CRITÉRIOS PARA A TOMADA DE DECISÃO

2.1. Planejamento estratégico

As transformações que marcam o início da década de 90 , a globalização da economia e a crescente competitividade em todos os setores da atividade industrial, comercial , bancária e de prestação de serviços em geral exigem das empresas ações estratégicas imediatas , no sentido de capacitarem-se tecnológica , mercadológica e estruturalmente para poder competir com sucesso no mercado global.

Segundo Rhinesmith³³ , " para o processo de globalização ter sucesso , uma organização deve estabelecer sua estratégia global em 3 níveis - estratégico/estrutural , cultural/corporativo e de pessoal".

O nível estratégico/estrutural define a forma de operar - centralizada ou descentralizada , a estrutura de produção e distribuição do produto no mercado global , de forma a se alcançar a maior produtividade.

O nível cultural/corporativo engloba os valores , as normas de comportamento , seleção , treinamento e de planejamento , em escala global.

O nível relativo ao pessoal envolve o desenvolvimento de recursos humanos, de forma a criar capacitação gerencial , para permitir à organização sobreviver , no contexto da competição internacional.

A decisão de desenvolvimento e crescimento empresarial deve ocorrer , portanto , como uma resposta às demandas e à conjuntura econômica e mercadológica onde vive a organização , levando em conta os aspectos da crescente competitividade no mercado global.

Esta decisão , contudo , deve ser tomada com base em critérios racionais e dentro de um planejamento estratégico.

O emprego do planejamento estratégico como ferramenta de apoio às decisões se tornou mais acentuado a partir dos anos setenta, como parte do

conjunto de iniciativas tomadas pelas empresas para sobreviver à crise do petróleo.

No planejamento estratégico são projetados os macroobjetivos ou metas da organização, com uma visão de médio e longo prazos, normalmente abrangendo um horizonte de 5 a 10 anos.

Desta forma, a estrutura organizacional e a forma de desenvolvimento adotadas por uma organização deverão emanar de seu planejamento estratégico, que deve ser elaborado a partir das seguintes ações:

- definição do âmbito de atuação da organização e identificação da estratégia corrente;
- análise ambiental, sob o enfoque das oportunidades do mercado;
- análise e avaliação dos recursos disponíveis;
- comparação entre o nível de recursos, os objetivos e a estratégia da organização e as oportunidades visualizadas, a fim de determinar-se as correções a serem feitas na estratégia atual;
- formulação de estratégias alternativas;
- avaliação da estratégia, em termos dos objetivos dos acionistas, dos recursos disponíveis e das oportunidades percebidas;
- determinação da estratégia a ser adotada.

Hofer e Schendel¹⁸ recomendam que o processo de planejamento deve incluir ainda as seguintes ações:

- a formulação da estratégia e da formulação dos objetivos empresariais, devem ser apresentadas em separado, dentro da premissa que, em geral, a consideração de objetivos precede a consideração de como esses objetivos podem ser alcançados;
- a formulação estratégica deve ser subdividida em 2 níveis - estratégia corporativa e estratégia do negócio;

- considerações sociais e políticas devem constar da formulação da estratégia, visto que tais preocupações devem influenciar as decisões a nível estratégico;
- o planejamento deve levar em conta as contingências, a fim de se avaliar e considerar os riscos associados, tecnológicos, econômicos ou mercadológicos;
- procedimentos ligados à orçamentação e à forma de implementação propriamente dita da estratégia adotada não devem ser incluídos na formulação da estratégia.

Decidido o crescimento , ele pode ser viabilizado através do crescimento interno , por integração vertical ou também através aquisições , fusões e incorporações entre empresas .

A integração vertical implica utilizar transações internas ou administrativas, ao invés de utilizar transações de mercado para atingir os objetivos de crescimento. Ao adotar esta alternativa , o empresário estará visualizando benefícios importantes , tais como , o aprofundamento tecnológico, maior independência e garantia contra o fechamento do acesso a fornecedores ou mesmo a clientes.

Em contrapartida , esta decisão deverá trazer como consequência maior alavancagem operacional , visto que a verticalização eleva os custos fixos operacionais da empresa. Além disso , a empresa tenderá a ser menos ágil nas respostas aos avanços tecnológicos dos diversos insumos que constituem o processo global de produção.

A aquisição , fusão ou incorporação de outras empresas tem entre suas principais finalidades , resolver deficiências ou carências , tanto em termos mercadológicos, de inovação tecnológica ou de talentos para a gestão do empreendimento ; trata-se de uma alternativa muito interessante para viabilizar o crescimento intensivo da empresa , eliminando os riscos inerentes ao

desenvolvimento interno de novos projetos ou produtos ou à montagem de estabelecimentos próprios em novos segmentos mercadológicos.

As principais vantagens dessa estratégia são:

- viabilizar a expansão em prazo mais curto ;
- reduzir o custo da expansão ;
- reduzir os riscos associados ao planejamento e desenvolvimento de uma nova linha de produtos;
- reduzir os prazos de implantação de uma nova linha de produtos ;
- obter a patente ou licença para fabricar ou comercializar um novo produto;
- remover um concorrente em potencial;
- remover barreiras à entrada em novos mercados;
- garantir novos canais de distribuição e utilização de bases já instaladas;
- agilizar a expansão geográfica , viabilizando marcas regionais e capacidade de produção local;

A implementação das providências para a aquisição , fusão ou incorporação da empresa devem se iniciar com uma verificação da consistência do planejamento, tanto interna - os recursos e a cultura da organização , quanto externa - o mercado , a legislação , os concorrentes , os distribuidores e a conjuntura social , política e econômica.

A avaliação dos riscos incorridos , econômicos , sociais , políticos e ambientais é um ponto crítico do processo , principalmente se a expansão incluir empresas situadas em mercados emergentes , como o Brasil , por exemplo.

A avaliação das estratégias de venda ou aquisição de empresas deve ter tratamento especial , por vários motivos :

- decisões de vender e comprar são , normalmente , difíceis de reverter;

- decisões de vender e comprar não fazem parte das decisões dos gerentes de área que contribuem na preparação do planejamento estratégico;
- as empresas, normalmente, tomam a decisão estratégica de vender ou adquirir empresas ou parte delas, porém, os estudos e avaliações específicos para as ações seguintes a essa decisão são executados em projetos e por grupos específicos de profissionais.

2.2. Crescimento vertical, horizontal e conglomerado

Ao adotar a estratégia de aquisição ou fusão para o desenvolvimento da organização, o empresário poderá optar por diferentes formas se concretizar a expansão, em função dos objetivos e da abordagem que se pretenda adotar com relação aos riscos inerentes à transação.

Ocorre *crescimento horizontal* quando se combinam empresas no mesmo ramo de negócio. Por exemplo, a fusão de dois fabricantes de ferramentas é uma forma de crescimento horizontal. Esse tipo de crescimento permite que a empresa expanda suas operações numa linha de produtos existentes e, ao mesmo tempo, elimine um concorrente. O crescimento horizontal é geralmente conhecido por integração horizontal.

Ocorre *crescimento vertical* quando uma empresa cresce, adquirindo fornecedores de suas matérias-primas ou compradores de seus produtos acabados. Se a empresa já for o primeiro elemento no processo produtivo ou se vender para o consumidor final, então só pode ocorrer o crescimento numa direção ou noutra, o que for apropriado. Em outras palavras, o crescimento vertical envolve expansão seja para trás, em direção aos fornecedores da empresa, ou para frente, em direção ao consumidor final. O crescimento vertical é comumente conhecido por integração vertical.

O *crescimento conglomerado* envolve a combinação de empresas em negócios desvinculados. Um conglomerado consiste de empresas em negócios desvinculados, portanto não se esperam reais economias operacionais desse

tipo de crescimento. A maior vantagem dos conglomerados está na sua capacidade de diversificar o risco, combinando empresas de forma a prover um risco mínimo e um retorno máximo. O crescimento conglomerado deve ser mais atraente para empresas que tem padrões bastante sazonais ou cíclicos de lucros. A diversificação é uma maneira de estabilizar seus lucros. A teoria da diversificação conglomerada é tirada diretamente da teoria da carteira usada para seleção de ativos e títulos.

Os benefícios diretos destas formas de crescimento são:

- **Economias de escala** : As economias de escala são o objetivo natural das integrações horizontais e também das fusões em conglomerado. As economias derivam do compartilhamento dos serviços centralizados, tais como, gestão administrativa, controladoria, tesouraria, recursos humanos e a alta administração.

Na opinião de Brealey e Myers ⁴, nem sempre a fusão é melhor caminho para atingir-se estas economias : é mais fácil adquirir uma empresa e depois integrá-la. Muitas vezes, em processos de fusão, a otimização dos serviços centralizados é frustrada, devido à complexidade do conglomerado, das distâncias físicas entre as diversas unidades ou à própria incompetência da alta administração em decidir assuntos de naturezas diversas.

- **Economias de Integração Vertical**: São propiciadas pelas fusões verticais. Normalmente, as grandes empresas industriais pretendem ter o máximo controle sobre o processo de produção, expandindo-se da direção das fontes de matérias-primas, de um lado, e na direção de consumidor final, do outro lado. Uma das formas de se alcançar este intento é fundir-se com um fornecedor ou ter participação acionária no cliente.

- **Sinergia** : Os efeitos sinérgicos das combinações são certas economias de escala resultantes da redução do custo indireto da empresa. Diz-se que efeitos sinérgicos estão presentes quando o todo é maior do que a soma das partes . As economias de escala que geralmente resultam da fusão de empresas reduzem seu custo indireto combinado, conseqüentemente elevando seu lucro a um nível superior à soma de seus lucros como empresas independentes. Os efeitos da sinergia são mais evidentes quando as empresas crescem horizontalmente, já que muitas funções e funcionários ociosos, principalmente as funções de assessoria para compras e vendas podem ser eliminados.

Resultam também efeitos sinérgicos quando as empresas são combinadas verticalmente, pois certas funções administrativas podem ser eliminadas, bem como, com o crescimento conglomerado, também se observam alguns leves efeitos sinérgicos, especialmente na área de levantamento de fundos.

2.3. Agentes motivadores das aquisições , fusões e incorporações

Além de acelerar o crescimento e o desenvolvimento tecnológico e mercadológico , as empresas encontram outros fatores relevantes para decidirem alavancar seu crescimento através de aquisições fusões e incorporações:

- **Combinação de Recursos Complementares:** Trata-se do caso em que duas empresas, geralmente de portes diferentes, se fundem para obter, uma da outra, recursos que não dispõem. A pequena empresa pode ter um produto especial , mas faltam-lhe estruturas técnica e comercial para produzi-lo e vendê-lo em larga escala. Já, para a empresa maior, que, para ter o mesmo produto, teria que desenvolvê-lo, a importância da fusão é a antecipação de resultados e a redução de riscos e de custos.

As duas empresas, portanto, possuem recursos complementares e assim, valem mais juntas do que separadas.

- **Levantamento de Fundos:** Empresas num processo de crescimento muito acelerado podem encontrar dificuldades para financiar esse crescimento. Ao invés de desistir ou retardar o crescimento, a empresa pode optar pela associação com uma empresa com o porte e condição financeira suficientes para suportar o crescimento visualizado.

Quase sempre, especialmente no caso de conglomerado, uma empresa poderá combinar-se com outra que possui um nível elevado de ativos líquidos e um nível baixo de obrigações. A aquisição desse tipo de companhia "rica em caixa" aumenta imediatamente o poder de empréstimo da empresa e reduz seu risco financeiro. Isto deve possibilitar que ela levante fundos externamente a taxas mais favoráveis. Tanto as fusões como as incorporações podem elevar a capacidade de a empresa levantar fundos, quando se combinam empresas com baixa alavancagem e alta liquidez.

- **Utilização de Lucros Excedentes:** Quando uma empresa tem poucas opções de investimento na sua atividade produtiva principal, tem como alternativa à simples distribuição de dividendos, a aquisição de outras empresas como forma de reaplicar seu capital.

- **Aumento da Capacidade Administrativa:** Uma empresa poderá optar pela aquisição ou fusão com outra empresa, a fim de absorver sua capacidade gerencial e administrativa. Este pode ser o modo mais simples e prático de eliminar as ineficiências administrativas, porque os administradores normalmente mostram-se relutantes a tomarem ações que afetem a si próprios e os acionistas nem sempre tem influência direta no modo como a empresa é gerida.

- **Considerações Fiscais:** Baseada num planejamento tributário eficiente, uma empresa pode optar pelo crescimento, através da aquisição, fusão ou incorporação de outras empresas, como forma de transformar impostos em investimentos.

Quase sempre, especialmente no caso de conglomerado, as considerações fiscais constituem-se uma das principais razões para a transação. Geralmente o benefício fiscal advém do fato de que uma das empresas tem um prejuízo fiscal que pode ser deduzido dos lucros tributáveis apurados dentro dos cinco anos subsequentes. Poderiam na realidade existir duas situações. Uma companhia, com um prejuízo fiscal compensável em períodos subsequentes, poderia adquirir uma empresa lucrativa, a fim de utilizar a dedução do prejuízo. Nesse caso a adquirente impulsionaria os lucros da combinação, reduzindo o lucro tributário da adquirida. Se a empresa lucrativa não tivesse sido adquirida, a compensação poderia não ter sido feita. Quando uma empresa lucrativa adquire outra com prejuízo fiscal compensável em períodos subsequentes, tal prejuízo também poderá ser útil.

- **Aumento da Liquidez dos Proprietários:** No caso de fusões, a combinação de uma empresa pequena com outra grande, ou de duas empresas pequenas, resultando uma grande companhia, pode propiciar aos proprietários da(s) empresa(s) pequena(s) maior liquidez. Isto se deve à maior capacidade comercial associada às ações de empresas maiores. Especialmente no caso de pequenas companhias de capital fechado, é importante o benefício trazido por uma fusão, no que se refere ao aumento da liquidez de ações, que pode ser obtido através de uma operação envolvendo uma empresa conveniente .

- **Diversificação:** É motivo para algumas fusões e incorporações. Ao adquirir uma empresa que atua em uma linha diferente de negócios, uma empresa pode reduzir a instabilidade de suas receitas e lucros.

Relacionado ao argumento da diversificação, está o conceito de atenuação de riscos. Por exemplo, o risco de criação de uma nova linha de produtos para uma empresa de porte pequeno pode ser de tal magnitude que inviabilize a operação; entretanto, ao se juntar com uma empresa de porte maior, o investimento de risco pode ser viabilizado, uma vez que o valor potencial da perda é aceitável, quando confrontado com o capital da nova companhia.

Entretanto, como afirmam Ross et alii³⁶, “a diversificação, por si só, não é capaz de produzir aumentos de valor”. A diversificação somente traz benefícios se:

- reduzir os riscos não sistemáticos, a custos menores do que teriam os investidores para diversificarem suas carteiras pessoais, o que seria pouco provável;
- ao reduzir risco, aumentar a capacidade de endividamento da empresa.

2.4. Transações Internacionais

A decisão de investir no exterior normalmente traz consigo um conjunto de condições e considerações particulares, de naturezas estratégicas, comportamentais e econômicas.

As **razões estratégicas** mais comuns dizem respeito a:

- acesso a novo mercado;
- exploração de novas fontes de matéria prima;
- acesso a novas tecnologias;
- redução de custos de produção;

As **razões comportamentais** incluem, além do próprio comportamento individual das pessoas que participam do processo decisório na organização, os estímulos ambientais, tais como, incentivos de governos de outros países,

receio de dar espaço a outras empresas em mercados emergenciais , fuga de concorrência no mercado doméstico´.

As **razões econômicas** referem - se às atitudes da empresa em resposta à situação conjuntural , econômica e mercadológica , onde se pode incluir :

- imperfeições nos mercados de fatores e de produtos , entre elas , barreiras alfandegárias , reservas de mercado e incentivos fiscais ;
- vantagens competitivas , tais como , economias de escala , capacidade gerencial , tecnologia , poderio financeiro e diferenciação de produto.

2.5. A aplicação da estratégia de aquisições , fusões e incorporações no Brasil

O cenário em que é desenvolvido este estudo apresenta as seguintes características principais:

- globalização da economia , isto é , cada vez mais é descaracterizada a nacionalidade das empresas e desaparecem as fronteiras físicas e alfandegárias entre os países;
- desregulamentação e fim dos monopólios estatais , tanto nos países do 1º mundo , como nos países de economia emergente;
- crescente valorização da qualidade e da tecnologia , como condições essenciais para a competitividade e sobrevivência das empresas;
- tendência de terceirização de serviços e fornecimentos de partes e insumos que não contenham conteúdo tecnológico estratégico;
- no Brasil , o Plano de Estabilização da economia brasileira , que resiste mas ainda não convenceu definitivamente , tanto o empresariado como a classe acadêmica .

Dentro deste cenário , os empresários , dos diferentes países , cada vez mais, estão planejando estrategicamente , visando a conquista de mercados internacionais. A diferença fundamental é a motivação de cada um e o nível e tipo de risco que cada país apresenta , tanto do ponto de vista de quem deseja crescer visando o mercado local onde atua , como de quem deseja investir no exterior.

Assim , por exemplo , as empresas dos países desenvolvidos e com excesso de liquidez , procuram adquirir ou combinar-se com empresas de países de economia emergente , visando , principalmente , a penetração mais rápida em novos mercados .

Já , empresas do terceiro mundo freqüentemente buscam associações externas , por razões de necessidade de financiamento , por falta de mercado interno ou para ter acesso a novas tecnologias.

Conforme resumiu Rasmussen ³¹ , a economia do 1º mundo vive um momento de transformação que irá determinar o desenvolvimento econômico do início do próximo século:

- nas economias desenvolvidas do 1º mundo nota-se a desvinculação dos recursos humanos , em relação aos recursos produtivos :os altos custos da mão de obra de fábrica nos países de 1º mundo abrem uma oportunidade aos países em desenvolvimento executarem tarefas manufatureiras , para atender os mercados dos países desenvolvidos. Nos Estados Unidos , por exemplo , já hoje , a industrialização de roupas e sapatos foi fortemente deslocada para os países do Oriente - o *Pacific Rim*.

- a especulação com divisas , operações de crédito e transações cambiais cada vez mais se desassocia da comercialização de produtos e de serviços tangíveis: as operações financeiras não relacionadas à produção de bens tangíveis superam em muito o volume da economia real .

No Brasil , o desenvolvimento empresarial através de aquisições , fusões ou incorporações , a exemplo do que ocorre no exterior , tem se mostrado a

alternativa mais viável de crescimento , o que é confirmado pelo grande número de transações no último triênio:

Merecem destaque as privatizações .

O processo de privatização iniciou-se pelas grandes empresas do setor siderúrgico , químico e petroquímico , sendo que tão logo estejam regulamentadas as formas de privatização para os setores elétrico , de petróleo e de telecomunicações prevê-se que novas e relevantes aquisições sejam concretizadas. Os principais investidores nessas transações , entretanto , tem sido os bancos de investimento e os fundos de pensão , entidades cujo interesse se alterna entre o Retorno sobre o Investimento puro e simples e uma liderança efetiva da gestão da empresa, de um negócio ou de um segmento específico de atividades.

No caso dos bancos de investimento , as aquisições , neste caso , parecem indicar uma estratégia particular de desenvolvimento empresarial , onde as instituições financeiras adquirem participação expressiva das companhias , nomeiam seus principais executivos , liderando a administração da empresa .

Trata-se de investimentos estrategicamente determinados , às vezes em áreas diversificadas .

Algumas instituições financeiras agem tendo como objetivo principal o retorno sobre o investimento, sem um vínculo mais forte ou de longo prazo , sobre o negócio propriamente dito. Já outras , como o Bradesco e o Itaú , por exemplo , têm participado do processo de aquisições e incorporações com o enfoque do investimento estratégico , onde se inclui a visão de diversificação , exercendo participação ativa na administração , com o enfoque de longo prazo.

Por outro lado , privatizações como as da Companhia Siderúrgica Nacional , da Companhia Siderúrgica de Tubarão e da COSIPA , todas estas com participação do Banco Bozano Simonsen , banco este que também participou da privatização da EMBRAER , parecem se tratar de investimentos

cuja preocupação maior é o resultado e não uma linha tecnológica ou mercadológica.

Merecem destaque , também , as aquisições de empresas domésticas por grupos multinacionais .

Neste caso , o interesse básico que se visualiza é a penetração no mercado brasileiro e no Mercosul , aproveitando o relacionamento com os clientes locais e os canais de distribuição já estabelecidos.

Nesta categoria , os exemplos são inúmeros , mas podem ser mencionadas a aquisição da Elebra Telecomunicações pelo grupo ALCATEL , que assim obteve imediato acesso ao mercado das empresas do grupo TELEBRÁS , bem como , a associação entre o grupo francês GEC-ALSTHOM e a empresa brasileira CMW , cujo objetivo é o acesso ao mercado brasileiro e sul americano no setor de transportes metro-ferroviários.

3.O PROCESSO DE AVALIAÇÃO

3.1. Introdução

O estabelecimento do valor da transação é , evidentemente , um dos fatores-chave no processo de aquisição ou de combinação de empresas.

O valor final que é alcançado para o preço da transação é sempre uma combinação entre considerações estratégicas , objetivas e subjetivas , tangíveis e intangíveis . Do ponto de vista do empresário empreendedor , mais importante do que o retorno sobre o investimento no curto prazo e a capacidade de geração de resultados futuros do empreendimento .

Um programa de avaliação financeira bem concebido , que minimiza o risco de comprar uma companhia economicamente não atraente , ou de pagar excessivamente por uma companhia atraente , é fator muito importante no processo de aquisição ou fusão.

Uma correta avaliação da empresa deve permitir aos compradores ter respostas às seguintes questões:

- qual o preço máximo que se pode pagar pela companhia-alvo?
- quais os principais riscos envolvidos?
- quais as implicações de lucro , fluxo de caixa e balanço da compra?

Na tarefa de determinar-se o valor justo de mercado da empresa, que seria o preço obtido pela empresa se negociada nas condições de um mercado eficiente , tanto o lado comprador como o vendedor devem levar em conta , pelo menos , os seguintes fatores:

- a natureza do negócio e sua história , desde o princípio;
- as perspectivas da economia e do setor específico em que a empresa está inserida;

- o valor contábil dos ativos e os indicadores financeiros da empresa;
- a capacidade da empresa de gerar lucros;
- a capacidade de pagamentos de dividendos da empresa;
- os bens intangíveis da empresa, tais como , *franchising* de boa aceitação, patentes ou licenças registradas , marcas registradas , monopólios em segmentos mercadológicos e processo único ou segredo de fabricação para certo produto , entre outros.

O valor de uma empresa depende, substancialmente , de sua capacidade de trazer retorno aos seus acionistas , no futuro .

A avaliação final , de qualquer forma , deve ser feita após uma ponderação entre as diferentes maneiras de se estabelecer o valor econômico da empresa.

As formas de avaliação mais usuais , abordadas neste trabalho , são:

- **valor contábil**
- **valor de liquidação dos ativos**
- **valor de mercado**
- **múltiplo de lucros**
- **múltiplo de vendas**
- **fluxo de caixa descontado**

3.2. O Valor Contábil

O Valor Contábil é o valor que cada acionista comum receberia após a venda dos ativos da empresa pelos seus valores *de livro* ou valores contábeis e a liquidação dos compromissos com os credores e acionistas preferenciais.

Trata-se de um conceito baseado em registros contábeis e que não necessariamente , ou muito pouco provavelmente , reflete o potencial de geração de resultados da empresa.

Assim , por exemplo , os *Princípios Contábeis Geralmente Aceitos* podem permitir o uso dos métodos de depreciação acelerada ou métodos alternativos de cálculo de estoques , que podem não refletir com exatidão o valor dos ativos da empresa. Analogamente , o valor dos ativos intangíveis , como a posse de uma patente , um cadastro de clientes , etc. pode não estar refletido no balanço mas contribuir de forma efetiva na geração de lucros da empresa.

Em certas situações, as empresas são adquiridas com a finalidade de se levantar fundos. Nesses tipos de transações, o montante pago pela ação da empresa adquirida precisa ser considerado em função dos valores de livro da empresa, já que as empresas não estão sendo adquiridas por seu potencial de lucros, mas sim por suas estruturas financeiras e de ativos favoráveis.

Visto que o valor de livro das empresas não reflete diretamente sua avaliação, ele não é uma variável-chave na análise de aquisições potenciais¹⁷.

Como exemplo de uma avaliação pelo valor contábil , consideremos o caso de uma empresa que apresente a seguinte situação de Balanço Patrimonial , na visão do comprador e do vendedor :

<i>Descrição</i>	<i>R\$</i>
Patrimônio Líquido Contábil	960.000,00
Reavaliações	
Imobilizações	320.000,00
Estoques	100.000,00
Contingências	(60.000,00)
Patrimônio Reavaliado (pelo Vendedor)	1.320.000,00
Despesas pré-operacionais	(50.000,00)
Efeito do Imposto de Renda	(120.000,00)
Valor da empresa (pelo Comprador)	1.150.000,00
Goodwill(a ser acrescido ao valor da empresa)	Valor a ser negociado

3.3. O valor de Liquidação dos Ativos

Trata-se de um conceito de valorização para empresas em situação desfavorável - técnica , mercadológica ou financeiramente , mas que possui ativos tangíveis e intangíveis a serem considerados.

O Valor de Liquidação é o montante que cada acionista comum espera receber após a venda dos ativos tangíveis e intangíveis da empresa pelo valor de mercado e a liquidação dos compromissos com os credores e acionistas preferenciais.

Esta forma de avaliação ainda é falha por deixar de considerar o potencial de lucros futuros da empresa.

3.4. Valor de Mercado

O valor de mercado de uma empresa é o preço resultante da multiplicação do número de ações da empresa pelo valor unitário de mercado dessas ações.

Num mercado eficiente , o preço de mercado deve refletir os lucros potenciais da empresa , os dividendos , os riscos do negócio , os riscos financeiros decorrentes da estrutura financeira da empresa , o valor dos ativos , bem como , outros fatores intangíveis que possam afetar o valor da empresa.

Os preços de mercado constituem um fator importante para a maior parte das transações de compra, venda e fusões de empresas. Entretanto, como os preços de mercado costumam variar, ao longo do tempo e, em diferentes graus para diferentes empresas, não é tarefa simples determinar - se o valor da transação restringindo-se a este método.

3.5. Múltiplo de Lucros

Este modelo pressupõe uma avaliação da empresa com base no lucro estimado , multiplicado por um índice Preço/Lucro.

Para a estimativa do lucro , normalmente considera-se uma das seguintes alternativas:

- lucro da empresa no último ano;
- lucro médio nos últimos 3 ou 5 anos ;
- média dos lucros futuros projetados.

Como valor do índice multiplicativo , é assumido o valor do índice P/L da própria empresa ou um índice P/L médio , de empresas semelhantes à que está sendo avaliada.

Para exemplificar este modo de avaliação , vamos considerar o cálculo tomando por base o lucro registrado nos últimos tres anos .

Ano	Lucro Anual do Vendedor R\$
1995	102.000,00
1994	84.000,00
1993	99.000,00
Total	285.000,00
Lucro médio	95.000,00

Índice P/L , obtido junto à Bolsa de Valores e correspondente à média de empresas de natureza semelhante à que está sendo transacionada é de 7.

Valor da empresa : R\$ 95.000,00 x 7 = R\$ 665.000,00

A principal restrição a esta forma de cálculo de valor da empresa é que não leva em consideração o custo de capital da empresa, que representa um ponto relevante de incerteza no processo e cujo cálculo pode ser feito por diferentes métodos, conforme discutido adiante, neste capítulo.

3.6. Múltiplo de Vendas

Trata-se de uma forma de avaliação análoga ao modelo anterior - múltiplo de lucros, que é principalmente utilizada na negociação de pequenas empresas tais como, postos de gasolina, panificadoras, lanchonetes e outros tipos de empresa que tem em comum a característica de atuarem dentro de patamares de venda, para cada setor específico, semelhantes e relativamente homogêneos.

De acordo com este modelo, é atribuído para a empresa um valor que é um múltiplo de suas vendas mensais. A vantagem deste modelo é a facilidade de mensuração das vendas mensais, ao contrário do que acontece com os lucros que, nestes tipos de empresa, são mais difíceis de precisar.

Este modelo, por outro lado, apresenta as mesmas imperfeições do modelo anterior, no que se refere à não consideração do custo de capital ao realizar as projeções dos lucros futuros.

3.7. Fluxo de Caixa Descontado

O empresário empreendedor em princípio deve estar estrategicamente interessado na capacidade de geração de resultados futuros da empresa que está sendo adquirida. A técnica do Fluxo de Caixa Descontado é uma forma de determinação do preço que vai ao encontro deste interesse.

Esta técnica de determinação do valor econômico de uma empresa é coerente com o fato de que, no limite, uma transação de compra e venda de

uma empresa, trata-se de um dispêndio de capital feito em antecipação a fluxos de caixa futuros

Para se estabelecer corretamente um preço de uma empresa por este método, é necessário que se tenha uma avaliação segura :

- dos **fluxos de caixa incrementais** a serem gerados por esta empresa;
- do **custo de capital** , isto é , a mínima taxa de retorno aceitável , exigida pelos acionistas para os novos investimentos da empresa adquirente.

A expressão do valor atual em termos de fluxo de caixa e não em termos de lucro deriva do fato de que a disponibilidade de caixa e não de lucros escriturais é que é , efetivamente , buscada pelos acionistas , que assim podem aumentar sua riqueza , aumentando o tamanho da empresa e /ou recebendo dividendos.

O Fluxo de Caixa é calculado da seguinte forma :

- Lucro após o Imposto de Renda*
- + *Depreciação e outros encargos não monetários*
- *Investimentos de Reposição*
- *Montante necessário para o aumento do capital de giro líquido*

Portanto , este Fluxo de Caixa *não* corresponde ao fluxo de caixa total da empresa , mas apenas ao fluxo de caixa *livre* , porque o caixa gerado e que é destinado a capital de giro ou a dispêndios de capital não está incluído neste fluxo.

A formulação acima pode também ser escrita da seguinte forma ³⁰:

$$FC_t = V_{t-1} (1+g_t) I_t (1-T_t) - (V_t - V_{t-1}) (R_t+G_t)$$

onde :

FC = Fluxo de Caixa

V = Receita de Vendas

g = Taxa Anual de Crescimento de Vendas

I = Margem Percentual do Lucro Operacional

T = Alíquota do Imposto de Renda

R= Investimentos de Reposição Requeridos por Unidade Monetária de Crescimento de Vendas

G = Capital de Giro Líquido Adicional Requerido por Unidade Monetária de Crescimento de Vendas

A estimativa das variáveis para cálculo do Fluxo de Caixa através da expressão acima deve levar em conta que :

1. a alíquota de Imposto de Renda é a taxa a ser efetivamente desembolsada e não a taxa calculada pela Contabilidade , que geralmente inclui uma parte que pode ser diferida para exercícios futuros ;

2. para algumas empresas pode ser difícil fazer uma estimativa dos investimentos de reposição por unidade monetária de crescimento de vendas ; neste caso Rappaport³⁰ recomenda que se considere o total de todos os investimentos de capital menos a depreciação relativa dos últimos 5 ou 10 anos e se divida este total pelo aumento de vendas durante o período. Com isto , o coeficiente resultante representa não só o investimento historicamente exigido por unidade monetária de aumento de vendas , como também captará quaisquer aumentos de custo para a reposição da capacidade existente;

3. a estimativa da necessidade incremental de capital de giro deve levar em conta que as mudanças reais dos investimentos em capital de giro indicadas nos Balanços anuais podem não fornecer uma boa medida do acréscimo ou decréscimo de capital de giro , porque a posição de Balanço pode não refletir o valor médio da necessidade de capital de giro ao longo do ano e ainda porque

as contas do estoque podem superestimar a magnitude dos fundos ali empenhados pela empresa;

O **custo de capital** tem como característica o aspecto de racionalidade na decisão do administrador , respeitadas as seguintes premissas²⁴:

- o custo do capital é um conceito voltado para o futuro ; retornos de investimentos são naturalmente incertos; os retornos reais podem ser diferentes dos previstos;

- o custo de capital é um conceito de custo de oportunidade - o investidor optará pelo investimento de maior retorno , dentro de um nível de risco aceitável.;

- o custo de capital depende do risco do investimento : é a taxa de retorno esperada para investimentos de risco equivalente;

Se os riscos associados à empresa que está sendo adquirida são equivalentes ao da adquirente , pode-se utilizar o custo próprio de capital desta última como taxa para cálculo do fluxo de caixa descontado da empresa candidata à aquisição.

Caso não se possa assumir com segurança que os riscos de ambas as empresas - adquirida e adquirente , sejam equivalentes , deve-se avaliar cuidadosamente os riscos específicos da candidata , sendo fixadas taxas maiores para as empresas de maior risco.

Normalmente , o fluxo de caixa é calculado considerando-se um período finito de tempo - 5 a 10 anos , na maioria das vezes , porque os responsáveis pela avaliação sentem-se desconfortáveis e inseguros para fazerem projeções por períodos mais longos.

O resultado da avaliação econômica da empresa é , então , dado pelo fluxo de caixa incremental , descontado a valor presente , acrescido do **valor residual** da empresa, também descontado a valor presente.

O cálculo do valor residual da empresa pode ser feito de diferentes modos:

- valor contábil : dado pelo valor do Patrimônio Líquido , projetado para a empresa ao final do período considerado;
- múltiplo do índice P/L : dado pelo resultado da multiplicação do índice P/L pelo valor dos lucros correntes , ambos os valores sendo estimativas no final do período considerado . A escolha do multiplicador adequado é o ponto chave :deve ser consistente com as expectativas para a própria empresa e para o seu setor de atuação. Por exemplo , não se pode atribuir um índice P/L elevado para uma empresa com projeção de margens estáveis e taxa de crescimento baixa;
- múltiplo do fluxo de caixa projetado para o último ano do período considerado: esta é a forma mais precisa e mais complicada de se estimar o valor residual. Deve-se empregar o multiplicador que melhor reflita o valor do fluxo de caixa na perpetuidade - ele se deriva da seguinte expressão :

$$M = \frac{1 + g}{k - g}$$

onde :

g :taxa de crescimento do fluxo de caixa

k : média ponderada do custo de capital

Ao se projetar o fluxo de caixa de uma empresa em perspectiva , deve-se considerar qual a contribuição que o fluxo de caixa desta empresa trará para a empresa compradora; evidentemente , os resultados desta projeção podem ser diferentes da projeção se considerada a empresa individualmente , seja devido à sinergia que pode ser alcançada pelo conjunto das empresas , seja pelas economias operacionais não possíveis quando as empresas operam em separado.

Para se estabelecer qual horizonte a considerar para a elaboração do fluxo de caixa não há regra específica. É comum encontrar -se situações onde são adotados períodos de 5 a 10 dez anos , períodos estes arbitrariamente escolhidos.

Outra abordagem , mencionada por Rappaport ²⁹ , é estabelecer a duração das previsões limitada ao período em que a taxa de retorno esperada do investimento incremental exceder a taxa de custo de capital. Em períodos subsequentes , se for assumido que o retorno sobre o investimento incremental seja igual à taxa do custo de capital , então é indiferente para o mercado , se a administração investir os lucros nos projetos de expansão ou distribuir dividendos aos acionistas , os quais , por sua vez , podem investir em oportunidades de risco idênticas , com retornos idênticos.

O exemplo a seguir mostra uma avaliação de empresa , pelo método do fluxo de caixa descontado .

Considere-se uma empresa com as seguintes previsões para os próximos 5 anos:

Período	Receitas Brutas(R\$)	Lucros após o IR(R\$)	Despesas de Depreciação (R\$)	Aumento do Capital de Giro(R\$)	Investimento de Reposição (R\$)	Fluxo de Caixa (R\$)	Fluxo de Caixa Descontado R\$
1ºano	2.300.000,00	157.200,00	26.000,00	150.000,00	30.000,00	3.200,00	2.782,70
2ºano	2.645.000,00	234.000,00	26.000,00	62.000,00	30.000,00	168.000,00	127.032,14
3ºano	3.580.000,00	258.000,00	26.000,00	168.000,00	30.000,00	86.000,00	56.551,96
4ºano	3.915.000,00	282.000,00	26.000,00	61.000,00	30.000,00	217.000,00	124.086,74
5ºano	4.300.000,00	312.000,00	26.000,00	69.000,00	30.000,00	239.000,00	118.844,74
	TOTAL						429.298,28

O passo seguinte é a determinação do valor residual , ao final do período considerado.

Neste exemplo considera-se que o valor residual seja calculado com base no múltiplo de lucros . Sendo o lucro após o Imposto de Renda ao final do 5º ano igual a R\$ 312.000,00 e supondo ser o índice P/L médio do setor de atuação desta empresa igual a 4 , o valor residual será :

Valor Presente do Lucro Após o I.R. = R\$ 312.000,00 ÷ 2,01 =
R\$155.223,88

$$P/L = 4$$

$$V_R = R\$ 155.223,88 \times 4 = R\$ 620.895,52$$

O valor da empresa será , portanto , a soma do valor do fluxo de caixa descontado a valor presente mais o valor residual também a valor presente, isto é:

$$V_E = R\$ 429.298,28 + R\$ 620.895,52 = R\$ 1.050.193,80$$

3.8. Métodos de Determinação do Custo de Capital

Capital é o conjunto de recursos financeiros , necessários para a operação da empresa , de origem própria ou de terceiros . *Capital próprio* é o capital pertencente aos proprietários ou acionistas da empresa . *Capital de terceiros* é o capital compreendido pelas exigibilidades da empresa : empréstimos , debêntures e ações preferenciais .

Segundo define Gitman¹⁷ , "*custo de capital* é a taxa de retorno que uma empresa precisa obter sobre seus investimentos , de forma a manter inalterado o valor da empresa " .

Conforme apresentou Martelanc em seu trabalho²⁴ , o custo de capital pode ser ainda conceituado de diferentes maneiras :

- preço que a empresa paga pelos fundos obtidos junto às suas fontes de capital ;
- taxa mínima que os projetos de investimentos devem oferecer como retorno ;
- taxa de desconto utilizada para converter a valor presente o valor esperado de fluxos de caixa futuros;
- taxa de retorno que deixa o acionista indiferente à aceitação ou não de um projeto;

3.8.1. Custo Médio Ponderado de Capital

A primeira forma que será considerada para a determinação do custo de capital é o Método do Custo Médio Ponderado de Capital.

O enfoque deste método é que as empresas são normalmente financiadas simultaneamente com capital próprio e capital de terceiros.

O custo de capital será , então , dado pela média ponderada entre o custo de capital próprio e de terceiros , de acordo com a expressão abaixo :

$$k = a.k_{RP} + b.k_T(1 - t)$$

onde:

k_{RP} = custo do capital próprio

k_T = custo do capital de terceiros

t = taxa de imposto de renda

a = capital próprio/capital total

b = capital de terceiros/capital total

O custo de capital de terceiros , por sua vez , será obtido através da seguinte fórmula :

$$k_T = r_F + p_N + p_F$$

onde:

k_T = custo do financiamento

r_F = custo livre de risco para um dado financiamento

p_N = prêmio de risco do negócio

p_F = prêmio de risco financeiro

Simplificadamente , o custo do financiamento pode ser assumido como a taxa básica de remuneração de capital , praticada pelo mercado financeiro.

Risco pode ser definido como o grau de incerteza a respeito de um evento⁴¹, ou seja , o risco representa uma possibilidade de perda.

Neste sentido , Securato ³⁹ define o risco como sendo “ a probabilidade de ocorrência do evento gerador de perda ou de incerteza , com relação a uma determinada variável objetivo”.

O risco pode , portanto , ser entendido como a variação de um resultado esperado, em torno de sua média .

Segundo Gitman ” , “ o risco é medido pela probabilidade de a empresa tornar-se tecnicamente insolvente”.

O **risco do negócio** está relacionado com o ramo de atividade da empresa , reflete a incerteza ou variabilidade relativa dos resultados da empresa nos seus setores de atividade , dada a natureza do produto e as características de sua demanda .

O risco do negócio pode ser medido pelo grau de alavancagem operacional, que é definido como a relação entre a variação percentual no lucro operacional e a correspondente variação das vendas.

É o risco associado à incapacidade da empresa cobrir seus custos fixos. À medida que crescem os custos fixos da empresa , maior deve ser o volume de vendas para cobrir todos os custos operacionais.

Por outro lado , quanto maiores os custos fixos , maior o grau de alavancagem operacional , o que significa que um aumento no nível de vendas ensejará um aumento mais do que proporcional do seu lucro operacional.

O **risco financeiro** é o risco que a empresa corre de não conseguir cobrir seus custos financeiros. Está associado ao grau de alavancagem financeira da empresa.

A alavancagem financeira é definida como a capacidade da empresa utilizar recursos de terceiros para maximizar os efeitos das variações do lucro operacional sobre o lucro dos acionistas.

Quanto maior o grau de alavancagem financeira , maior o risco financeiro , já que será exigido um nível mais alto de lucro operacional para manter a capacidade da empresa de honrar seus compromissos financeiros - principal , juros e dividendos aos acionistas preferenciais.

O estabelecimento do **custo de capital próprio** é mais crítico , devido à incerteza associada à sua determinação e pelas conseqüências que uma avaliação incorreta de seu valor pode trazer.

Os métodos mais usuais utilizados para determinação do custo de capital próprio são:

- utilização de valores recomendados por especialistas: utiliza-se como custo de capital próprio valor resultante da consulta a especialistas .Este método tem a seu favor o seu baixo custo e sua facilidade de operacionalização. Martelanc relacionou em seu trabalho²⁴ algumas recomendações de especialistas , que transcrevemos a seguir:

Badger² recomenda utilizar 12 % a 14,99% para riscos baixos , 15% a 19,99% para riscos médios , 20% a 24,99% para riscos altos e 25% para riscos muito altos.

Dewing¹¹ recomenda taxas entre 10% para empresas antigas e estabelecidas , portanto de baixo risco , 15% para empresas bem estabelecidas porém com riscos do tipo sistemático ou inerentes à conjuntura econômica , 25% para empresas industriais pequenas e atuantes em mercado de fácil acesso , 50% para empresas industriais fortemente dependentes da habilidade de um grupo restrito de executivos , até 100% para empresas de prestação de serviços , fortemente dependentes da habilidade técnica e gerencial de seus executivos.

- método dos retornos (ou riscos) comparáveis : utiliza-se como custo de capital próprio o retorno histórico médio , de empresas equivalentes , atuando no mesmo setor da empresa em aquisição.

As principais restrições a este modelo são a dificuldade de seleção de uma amostra adequada e a vulnerabilidade e a confiabilidade dos dados contábeis , principalmente os lucros.

3.8.2. Modelo de Precificação de Ativos Financeiros - CAPM

O custo de capital pode também ser determinado através do Modelo de Precificação de Ativos Financeiros .

Para a aplicação deste modelo devemos considerar que o risco associado ao ativo consiste de dois componentes - o risco *diversificável* e o risco *não diversificável*.

Entende-se por **risco diversificável** ou **não sistemático** aquela parcela do risco do ativo que pode ser eliminada pela diversificação . Este tipo de risco resulta da ocorrência de eventos não controláveis , tais como , greves , processos, etc. e são específicos de cada empresa.

Risco não diversificável ou **risco sistemático** é aquele que afeta todas as empresas , causado por fatores , tais como , guerras , inflação , incidentes políticos , etc. Este risco pode ser avaliado em relação a um conjunto de ativos , que constituem o mercado ¹⁷.

Ross *et alli* ³⁸ definem o risco sistemático como sendo "qualquer risco que afeta um grande número de ativos , e cada um deles com maior ou menor intensidade " e o risco não sistemático aquele "que afeta especificamente um único ativo ou um pequeno grupo de ativos".

De acordo com o Modelo de Precificação de Ativos Financeiros, o custo de capital é dado pela seguinte expressão:

$$k = r_F + \beta (r_m - r_F)$$

onde:

r_F = custo livre de risco para um dado financiamento

β = sensibilidade da ação da empresa em relação ao diferencial ($r_m - r_F$)

r_m = retorno esperado para a carteira de mercado

O coeficiente β , que se trata de um índice que mede o risco não diversificável, indica o grau de conformidade da taxa de retorno de um ativo em relação ao conjunto de ativos do mercado, dado pela expressão:

$$\beta = \frac{\text{Cov}(r_i, r_m)}{\sigma^2(r_m)}$$

onde $\sigma^2(r_m)$ é a variância de retorno do mercado.

Na prática, o β é calculado a partir de uma amostra ampla de ativos; no Brasil este índice é disponível na BOVESPA.

Em algumas situações, o cálculo do valor de β pode ser dificultado, devido à não disponibilidade ou à própria qualidade dos dados.

Neste caso, como recomendam Reis e Cory³², os resultados do custo de capital avaliados por este método podem ser empregados como valores de referência ou como o valor central de uma escala de amplitude 2 a 4 pontos percentuais.

3.8.3 . O modelo APT - *Arbitrage Pricing Theory*

Outra forma de cálculo do custo de capital a ser empregado na aplicação do Fluxo de Caixa Descontado pode ser obtida pela aplicação da *arbitrage price theory-APT*.

Desenvolvida por Stephen A. Ross, esta teoria considera que os retornos sobre ativos sejam gerados por uma série de fatores de âmbito setorial³³.

A exemplo do CAPM, a APT também indica que há uma relação positiva entre o retorno esperado de um ativo e o risco, porém de uma forma mais geral do que o β .

De acordo com a APT , o valor do custo de capital seria calculado da seguinte forma:

$$K_{APT} = K_E + \beta_i F_i + \varepsilon$$

onde a parcela $\beta_i F_i$ representa a parcela sistemática do custo de capital , sendo ε a parcela relativa ao risco não sistemático .

Este modelo é também chamado de *modelo fatorial* : a parcela $\beta_i F_i$ é resultado do produto do β do ativo em relação ao fator específico F em consideração .

Assim , por exemplo , para o cálculo de um determinado K_{APT} podem ser considerados fatores, tais como, a inflação , a taxa de juros e o Produto Nacional Bruto .Nesse caso , a expressão para cálculo seria :

$$K_{APT} = K_E + \beta_i F_i + \beta_J F_J + \beta_{PNB} F_{PNB} + \varepsilon$$

É importante lembrar que enquanto a parcela $\beta_i F_i$ representa o risco que afeta um grande número de empresas - o risco sistemático, o fator ε reflete o risco não sistemático , específico da empresa que está sendo considerada.

Uma das principais vantagens da APT em relação ao CAPM é que a APT considera fatores múltiplos , o que permite dar um tratamento diferenciado a cada um deles e melhor avaliar sua participação na composição do risco sistemático.

3.9. A Avaliação de Empresas em Transações Internacionais

A avaliação de empresas em transações internacionais deve levar em conta outros fatores , além daqueles comumente considerados em uma transação dentro do próprio país , entre eles :

- eventuais barreiras a movimentos de capital , tais como , remessas de lucro ou investimentos diretos ;

- paridades cambiais : distorções nas taxas de câmbio ;
- disponibilidade de capital a custo mais baixo no país da empresa que está sendo adquirida;
- diferença entre as políticas fiscais entre os países das empresas envolvidas na transação;
- existência de incentivos governamentais .

Estes fatores poderão afetar o cálculo do custo de capital , de forma se sugere que o custo de capital a ser considerado no desconto do fluxo de caixa projetado seja o custo do capital aplicável se a operação fosse doméstica , no país da adquirente , ajustado pelas características particulares e riscos associados ao país da empresa adquirida . Este custo normalmente deverá ser maior do que o custo total de uma operação doméstica.

3.9.1. Riscos envolvidos

Além dos riscos inerentes ao negócio e dos riscos financeiros , anteriormente discutidos , é também importante a consideração de outros riscos característicos das operações internacionais , o risco político e o risco cambial.

Através da avaliação dos riscos , pode ser feito um mapeamento do risco potencial dos países sede das empresas candidatas à operação de aquisição , fusão ou incorporação , a fim de eliminar as alternativas cujo risco seja excessivo.

• Risco Cambial

As operações internacionais , que envolvem mais de um tipo de moeda estão sujeitas ao risco cambial.

O risco cambial decorre da possibilidade de que ocorra uma variação na taxa de câmbio entre duas moedas , diferente da prevista ao se realizar determinada transação ou operação financeira.

Uma variação inesperada da taxa de câmbio pode tornar inviável uma transação empresarial , já que pode afetar a competitividade e a lucratividade futuras da empresa ou do conjunto de empresas envolvidas.

- **Risco Político**

O risco político refere-se à adoção de medidas ou criação de leis ou regulamentos específicos no país sede da empresa que foi adquirida ou incorporada , que podem resultar em descontinuidade nas suas operações.

3.9.2. Fluxo de Caixa em Operações Internacionais

A determinação dos **fluxos de caixa** associados com projetos internacionais, embora apresente as mesmas peculiaridades de uma operação doméstica , é bastante mais complexa , à medida em que devem ser considerados fatores adicionais , típicos de operações multinacionais.

Rodriguez e Carter ³⁵ enumeraram algumas das principais dificuldades inerentes à preparação de fluxos de caixa em operações internacionais:

- **Projetos simultâneos ou conjuntos:**

A implementação de uma nova unidade , em outro país , pode afetar as receitas do conjunto de empresas que constituem a organização multinacional. Quando este efeito ocorre , a avaliação da operação deve ser feita considerando a demanda total pelo produto que será produzido na nova unidade a ser agregada .

- **Economias de escala:**

Quando existe economia de escala relevante , a aquisição ou incorporação de empresas individuais que descentalizem esta produção , os custos adicionais decorrentes da "deseconomia de escala" devem ser levados em conta na avaliação da empresa .

- **Royalties e comissões de supervisão:**

Os pagamentos de *royalties* e comissões sobre serviços de supervisão, prestados pela empresa matriz e pagos pela nova empresa adquirida ou incorporada , devem ser considerados na preparação do fluxo de caixa.

- **Inflação e flutuações da taxa de câmbio:**

As altas taxas de inflação , nos países de economia emergente , e seus efeitos sobre as taxas de câmbio devem estar refletidos nos fluxos de caixa.

Assim sendo , a taxa referencial a ser aplicada para desconto do fluxo de caixa deve embutir a inflação do país onde está sendo feita a operação.

Porém , os efeitos da inflação podem ser diferentes sobre cada insumo formador dos custos e das receitas da nova unidade - os efeitos relevantes devem ser analisados e tratados isoladamente.

Por outro lado , os países inflacionários para defenderem-se dos efeitos da inflação e garantirem competitividade internacional das empresas nele estabelecidas , freqüentemente promovem alterações em suas políticas cambiais , o que torna o câmbio um fator de risco relevante e que , portanto , deve ser considerado na preparação dos fluxos de caixa.

- **Equipamentos cedidos pela adquirente:**

A potencial economia conseguida com a transferência de equipamentos usados para a nova empresa deve ser considerada no fluxo de caixa ; esta economia pode ser resultante da diferença entre o valor do equipamento no país sede da nova empresa e o valor depreciado , contabilizado pela matriz , e/ou pela economia fiscal resultante da transferência , no país sede da matriz.

- **Imposto de Renda**

Existe uma tendência , cada vez mais presente na maioria dos países , de que as corporações devem pagar impostos por ganhos auferidos nos diferentes países onde atuam , feitos os ajustes devidos , decorrentes de impostos pagos nos países das empresas controladas.

Assim sendo , o Fluxo de Caixa de um projeto ou de aquisição é afetado pelos impostos pagos nos respectivos países sede das empresas envolvidas.

3.10. A avaliação de empresas no contexto brasileiro atual

O valor de uma empresa , como apresentado neste capítulo , é determinado com base em sua capacidade de gerar retornos futuros.

No caso brasileiro , na conjuntura desta década de 1990 , merecem destaque as avaliações das empresas objeto de privatização e as empresas que, seguindo a tendência predominante em todo o mundo , são adquiridas como forma estratégica de penetração em novos mercados ou para encurtar o caminho do desenvolvimento tecnológico , no contexto da globalização.

No caso das privatizações de empresas de capital intensivo , como é o caso das grandes siderúrgicas - CSN , CST , USIMINAS , etc. , o valor patrimonial e o valor dos passivos tiveram pesos importantes na avaliação , juntamente com a própria capacidade de gerar resultados futuros.

Já , no caso das aquisições voltadas para a penetração no mercado brasileiro e sul-americano , o enfoque estratégico é a posição de mercado da empresa alvo da fusão ou da aquisição . Nestes casos , além da projeção dos fluxos de caixa futuros , outros fatores , intangíveis , contribuem para a maior valorização das empresas . Entre estes fatores se destacam a penetração em clientes locais , principalmente no caso de vendas por atacado ou de bens de capital e a posse de marcas de grande assimilação no mercado.

4. FORMAS DE PAGAMENTO E FINANCIAMENTO DAS TRANSAÇÕES

A forma de pagamento adotada em uma operação de aquisição ou fusão de empresas é um dos fatores críticos da transação , visto que pode ter conseqüências relevantes não somente sobre o resultado da transação , como também sobre o próprio sucesso do negócio em sua continuidade.

Analogamente , dependendo da forma utilizada para pagamento , a modalidade de financiamento é fator importante na avaliação e concretização da operação.

A modalidade de pagamento para aquisição ou fusão varia , de acordo com o volume e a natureza da transação.

Neste trabalho , serão apresentadas e discutidas as formas mais freqüentes de pagamento , que são as seguintes :

- pagamento à vista , em dinheiro , com recursos próprios do comprador;
- pagamento à vista , através de ações ordinárias ;
- pagamento financiado , pela emissão de ações preferenciais ;
- pagamento a prazo , financiado pelo vendedor , vinculado aos resultados futuros ;
- pagamento a prazo , com financiamento pelo vendedor .

Alternativas das condições de pagamento podem ser decisivas na fase de negociação , para satisfazer exigências de ambos os lados , exigências não somente relacionadas com a velocidade de encaixe ou de desembolso , porém com possíveis riscos inerentes à operação.

Assim , por exemplo , se houver uma diferença muito grande entre o valor pretendido pelo vendedor e a avaliação do comprador , pode-se praticar uma modalidade de pagamento onde o comprador paga um certo montante à vista e o saldo vinculado às entradas de caixa futuras . Com este procedimento , reduz - se a exposição do comprador e o vendedor pode comprovar a justeza do valor

pedido pela empresa. Esta modalidade é denominada *pagamentos contingenciais*.

Serão discutidas a seguir as diferentes formas de pagamento e as vantagens e desvantagens de cada uma , sob as perspectivas tanto do comprador como do vendedor .

4.1. Pagamento à vista , com recursos próprios

É a forma mais segura e mais ágil de concretização da transação , por não envolver riscos , seja para o vendedor que tem a segurança de receber toda a importância referente à venda , seja para o comprador que não terá surpresas quanto à taxa de juros futura. Com isto , ambas as partes se sentem seguras quanto ao real valor da operação.

4.2. Pagamento à vista , com ações ordinárias

É uma opção também freqüente o pagamento parcial ou total do valor estipulado para a transação mediante o fornecimento de ações ordinárias. Essa forma , entretanto , traz outras implicações , tais como , o estabelecimento do valor justo de mercado das ações dadas em pagamento , já que o seu valor é impactado pela própria operação de compra ou de fusão.

Esta modalidade , por outro lado , traz a grande vantagem de não sofrer taxaço de imposto de renda , o que , em muitas ocasiões pode até eliminar um impasse negocial e viabilizar a transação.

Do lado negativo , há de se considerar o fato de que , se forem emitidas ações ordinárias para o pagamento , o valor do lucro por ação será reduzido , com prejuízo para os acionistas.

Além disso , ao contrário de uma operação a dinheiro , o vendedor neste caso, ao receber ações da compradora em pagamento , correrá os riscos decorrentes da futura performance daquela empresa.

4.3. Pagamento financiado , pela emissão de ações preferenciais

Trata-se , primordialmente , de uma decisão financeira.

A adoção deste tipo de financiamento deve levar em conta fatores , tais como:

- custos deste tipo de operação em confronto com outras modalidades de financiamento , como empréstimos de longo prazo , por exemplo ;
- a existência de vantagens fiscais para os acionistas ;
- as conseqüências desta operação para a posição do balanço , no que se refere à composição do passivo .

4.4. Pagamento a prazo, com financiamento pelo vendedor

Esta forma de pagamento prevalece , principalmente , nas seguintes situações:

- o volume da transação é elevado e parte do pagamento é feita a prazo, com financiamento direto do vendedor ;
- o vendedor prefere receber parte do pagamento em prestações , para diferir o pagamento de imposto de renda ;
- a situação econômico financeira e os resultados projetados da empresa que está sendo vendida não fornecem as garantias suficientes para um financiamento bancário .

4.5. Pagamento a prazo , financiado pelo vendedor , vinculado aos resultados futuros

São os chamados *pagamentos contingenciais*. O vendedor recebe pela venda uma determinada proporção dos lucros futuros da empresa.

Esta forma de financiamento apresenta duas características importantes:

- auxilia na solução de impasses na negociação , quando é grande a diferença entre os valores pedidos pelo vendedor e os valores que o comprador está disposto a pagar ;
- é fator motivador para os ex-proprietários apoiarem o crescimento e a viabilização da empresa , nos primeiros meses ou anos após sua venda , evidentemente para garantir a melhor remuneração possível ;

4.6. Pagamento à vista , com financiamento por instituições financeiras

As principais linhas de financiamento disponíveis no mercado internacional são as seguintes :

- financiamentos por bancos de investimento privados , conjugados com securitização de ativos: são disponíveis linhas de crédito para empréstimos para capital de giro e estoques , para máquinas e equipamentos e para edifícios e terrenos ;
- financiamentos por bancos de investimento privados , conjugados com securitização de receitas ;
- participações acionárias diretas por instituições financeiras ;
- participações acionárias(ordinárias ou preferenciais) por investidores institucionais - *venture capital*: tratam-se de investidores que procuram altos retornos sobre os investimentos ; esta alternativa é a que representa maior custo para os tomadores ;
- financiamentos por instituições financeiras governamentais , como o Banco de Desenvolvimento Econômico e Social , por exemplo ; nas décadas de 70 e 80 , o BNDES , através do BNDesPAR , viabilizou muitos projetos mediante participação acionária nas empresas. Nos dias de hoje , com o programa de privatização , as operações deste banco limitam-se a financiamentos de longo prazo , sem participação no capital das empresas.

4.7. Comentários à situação brasileira

No Brasil , a forma de pagamento das principais transações que ocorrem na década de 90 é influenciada , principalmente , por dois fatores , o primeiro decorrente das regras fixadas pelo governo brasileiro para as privatizações e o segundo , pelas características do mercado de ações brasileiro.

No caso das privatizações , foi aberta aos compradores a possibilidade de efetuar o pagamento pela aquisição , em leilões , com a chamada "moeda podre" , isto é , as empresas detentoras de títulos do governo brasileiro podiam dá-los em pagamento , pelos seus valores de face. É importante salientar que os valores de mercado destes títulos eram significativamente menores do que seus valores nominais.

Esta oportunidade de livrar-se de tais títulos incentivou muitas empresas a participarem de leilões de privatização , não havendo nesse casos a visão estratégica do negócio em si.

Com relação às transações envolvendo empresas privadas , a instabilidade das bolsas brasileiras é um empecilho para as negociações envolvendo a permuta de ações , pela dificuldade de se estabelecer uma relação correta de troca. Esta situação acaba privilegiando as operações à vista, a dinheiro.

5. CONSIDERAÇÕES CONTÁBEIS E TRIBUTÁRIAS

5.1 Aspectos Contábeis :

Combinação de empresas é a denominação genérica que se dá às expansões de empresas , através da centralização sob um único comando das operações das empresas combinadas.

Um processo de combinação de empresas , do ponto de vista contábil , pode ser encarado como uma aquisição ou como uma incorporação , isto é, uma associação de interesses. No caso de uma aquisição , a empresa adquirida é tratada como um investimento pela empresa adquirente.

Embora ambos os métodos possam ter como produto demonstrativos financeiros diferentes da empresa resultante, a diferença de metodologia para contabilizar a operação não afeta o fluxo de caixa futuro da nova empresa.

O método da compra exige o estabelecimento de uma nova base contábil para a empresa adquirida , na data de aquisição , a partir da qual as empresas estão combinadas para fins de demonstrações financeiras.

O preço de compra , que é determinado após um processo , normalmente complexo, de avaliação , por ambas as partes , do valor justo da empresa , é seguido por uma fase de negociação de fechamento.

A determinação do valor justo de mercado normalmente não é um valor de consenso entre as partes , é preciso um criterioso julgamento profissional no processo de alocação do preço de compra , porque ele terá um impacto importante sobre os lucros futuros e , em consequência , poderá acarretar obrigações fiscais à adquirente.

Qualquer excesso do preço de compra em relação ao justo valor líquido de mercado é lançado contábilmente como um ativo intangível , denominado *goodwill*.

Ter um *goodwill* ou fundo de comércio significa para a empresa que o valor econômico de seu patrimônio líquido supera seus ativos e passivos

avaliados individualmente a preços de mercado , fazendo-se supor que ela possua bens intangíveis , que lhe permitam ter lucros acima do normal³⁷.

Este valor deve ser amortizado do lucro , geralmente pelo método linear, ao longo do período que se espera que ele traga benefícios . Entretanto, para efeitos fiscais , não se pode determinar uma vida específica para o *goodwill* , devido à sua intangibilidade , logo ele não é dedutível quando se determina o lucro tributável.

Qualquer parcela do preço que dependa do resultado de eventos futuros , tais como os lucros , não deve ser lançada até que o montante desse pagamento adicional possa ser determinado.

No caso de uma incorporação , os balanços das duas empresas são combinados , pela simples adição dos ativos e dos passivos. Portanto , também neste caso , o *goodwill* não é refletido na combinação e não há taxaço sobre receitas futuras.

Os critérios referentes à incorporação estão baseados no conceito de que os acionistas das empresas envolvidas participam mutuamente dos riscos e dos direitos de propriedade da empresa resultante da transação , são eles:

- a transação é efetuada de uma só vez ;
- a transação envolve a emissão apenas de ações ordinárias , com direitos idênticos aos da maioria das ações ordinárias em poder do público , em troca das ações ordinárias da outra empresa;
- nenhuma das empresas que estão se associando muda as participações no capital das ações ordinárias votantes , em vista da combinação;
- a relação entre a participação de um detentor de ações ordinárias e as participações dos outros detentores permanece exatamente a mesma ;
- os acionistas mantêm seus direitos de voto .

É importante mencionar que as fusões se processam de modo semelhante às incorporações , com a diferença que cria-se uma nova empresa , que incorpora as empresas originais.

A operacionalização das aquisições e incorporações produz reflexos, interna e externamente, nos planos societário, tributário e contábil das empresas, cujos principais aspectos são exemplificados a seguir.

Vejamos um caso de **incorporação** efetuada em 30 de outubro de 199X, em que a empresa "A" (incorporada) e a empresa "B" (incorporadora) encerram o período-base em 31 de dezembro.

Situação da empresa "A" (incorporada) em 30 de outubro de 199X:

Ativo circulante	900	Passivo circulante	250
Realizável a longo prazo	200	Exigível a longo prazo	130
Ativo permanente imobilizado	300	Patrimônio líquido	
		Capital	700
		Reservas	320
Total do ativo	1400	Total do passivo +PL	1400

Situação da empresa "B" (incorporadora) em 30 de outubro de 199X:

Ativo circulante	1800	Passivo circulante	950
Realizável a longo prazo	350	Exigível a longo prazo	120
Ativo permanente imobilizado	700	Patrimônio líquido	
		Capital	1260
		Reservas	520
Total do ativo	2850	Total do passivo +PL	2850

Situação da empresa "B" em 30 de outubro de 199X, após a incorporação:

Ativo circulante	2700	Passivo circulante	1200
Realizável a longo prazo	550	Exigível a longo prazo	250
Ativo permanente imobilizado	1000	Patrimônio líquido	
		Capital	2280
		Reservas	520
Total do ativo	4250	Total do passivo + PL	4250

• **Balanço** : Na data-base da incorporação, a sociedade incorporada deve levantar um balanço. A incorporadora também poderá levantar balanço, se for o caso, para fins de determinação da relação de substituição de ações.

O balanço levantado pela incorporada servirá de base para os lançamentos contábeis, quando a incorporação se processar pelos respectivos valores de livros, além de se caracterizar como Balanço Fiscal se levantado até, no máximo, em trinta dias antes da data da deliberação.

O balanço levantado pela incorporadora servirá de base para os lançamentos contábeis da incorporação, apuração de lucro tributável e cálculo da relação de substituição de ações, quando o critério de avaliação for o contábil.

Cumprе ressaltar que o balanço em questão deve ser elaborado de modo a atender todas as formalidades exigidas pelas legislações comercial e fiscal em vigor. Assim, deverão ser observados os procedimentos relativos a:

- avaliação de investimento pelo método de equivalência patrimonial;
- provisão para imposto de renda;
- atualização de ativos e passivos;

A sociedade incorporadora, independentemente de levantar ou não balanço, procederá a avaliação dos investimentos relevantes em capital da incorporada

Tal avaliação obedecerá ao método da equivalência patrimonial, consistindo, portanto, na correção monetária do investimento e respectiva comparação com o patrimônio correspondente da incorporada.

Convém mencionar que, quando a relação de troca de ações negocial for obtida por critério diferente do adotado para contabilizar a operação, será muitas vezes necessário levantar balanços na incorporadora e incorporada e adotar algum tipo de procedimento contábil de compatibilização.

5.2 Aspectos Fiscais

Uma aquisição tanto pode estar sujeita a impostos como estar isenta. Numa aquisição tributável, os acionistas vendedores são tratados, para efeitos fiscais, como se tivessem vendido as suas ações e tem de incluir os ganhos ou perdas nas suas declarações sobre o rendimento. Numa aquisição isenta de imposto, os acionistas vendedores são considerados como trocando suas ações por outras essencialmente iguais; não se reconhecem quaisquer mais ou menos valias.

O estatuto fiscal da aquisição também afeta os impostos posteriormente pagos pela empresa. Após uma aquisição isenta, a empresa é tributada como se as duas empresas tivessem estado sempre juntas. Numa aquisição tributável, os ativos da empresa vendedora são reavaliados e o resultado, para

mais ou para menos, é tratado como um ganho ou uma perda tributáveis e a amortização fiscal é recalculada com base nos valores reavaliados dos ativos.

As implicações de ordem fiscal resultantes a incorporação são várias, com destaque para as regras a seguir relacionadas:

- **Levantamento de Balanço e Demais Demonstrações Financeiras**

Para efeito de imposto de renda, determina a lei que, na incorporação, deve ser apurado o lucro real na data da ocorrência do evento, quando a incorporada deve levantar balanço e demais demonstrações financeiras (Lei 7450/85, artigo 33). Para esse fim, a "data da ocorrência do evento" é a data da deliberação que aprovou o evento.

Devido aos problemas práticos que essa disposição provocaria, é aceito o balanço (e suas conseqüências) de 30 dias antes da deliberação.

- **Declaração de Rendimentos e Pagamento do Imposto**

A incorporadora deverá oferecer à tributação os resultados das operações realizadas a partir do dia seguinte ao do encerramento do último período-base até a data da ocorrência do evento.

Para a sucessora, os reflexos no imposto de renda se farão sentir na declaração correspondente ao período-base da ocorrência do evento.

- **Tributação do Ganho de Capital**

O ganho de capital correspondente a bens do ativo permanente pode ter sua tributação diferida, se a incorporadora discriminar os bens do acervo líquido recebido a que corresponder o ganho de capital diferido e mantiver controle de ganho de capital ainda não tributado.

Este procedimento somente é aplicável quando forem atribuídos aos bens componentes do acervo líquido da incorporada, valores superiores aos da contabilidade.

- **Reavaliação**

Na incorporação, os valores dos ativos, passivos e patrimônio líquido são avaliados de acordo com os métodos apresentados no capítulo 3, resultando daí, uma reavaliação dos bens objeto da operação.

O aumento do valor desses bens não será adicionado ao lucro real, enquanto mantido em reserva de reavaliação na sociedade resultante da incorporação.

O valor da reserva será computado na determinação do lucro real no período-base em que for utilizada para aumento do capital social, no montante capitalizado e, em cada período-base, no montante do aumento do valor dos bens reavaliado que tenham sido realizados no período, inclusive mediante alienação sob qualquer forma, depreciação, amortização ou exaustão, baixa por perecimento e transferência do ativo permanente para o circulante ou realizável a longo prazo.

As reservas de reavaliação transferidas para a sucessora terão, nesta, o mesmo tratamento tributário que teriam na sucedida.

- **Compensação de Prejuízos**

A legislação brasileira vigente proíbe que a pessoa jurídica incorporadora compense prejuízos fiscais da sociedade sucedida. Por outro lado, proíbe, igualmente, a compensação dos próprios prejuízos fiscais, se entre a data da apuração e da compensação houver ocorrido, cumulativamente, modificação de seu controle societário e do ramo de atividade .

O dispositivo legal em questão pôs fim à evasão fiscal ou postergação de imposto de renda que vinha sendo praticada por meio da incorporação de empresa.

O caso que era mais de fraude que de evasão fiscal consistia no seguinte: A empresa "A" com prejuízo fiscal incorporava a "B" com lucro real e logo em seguida mudava de denominação, por razões comerciais, tomando a

denominação que era da empresa “B”. Isso porque se a “B” tivesse incorporado “A”, o prejuízo fiscal não poderia ser compensado.

- **Lucro Inflacionário**

Na incorporação, o lucro inflacionário acumulado da sucedida deve ser considerado integralmente realizado, evitando, assim, a elisão fiscal.

- **Ganho ou Perda de Capital**

A extinção da empresa incorporada decorrente da incorporação, e a conseqüente baixa dos investimentos da incorporada na empresa extinta acarretam efeitos tributários que precisam ser considerados.

5.3. Incorporação e Fusão sob a Ótica do Planejamento Tributário

Denomina-se Planejamento Tributário a atividade empresarial que, desenvolvendo-se de forma estritamente preventiva, projeta os atos e fatos administrativos com o objetivo de informar quais os ônus tributários em cada uma das opções legais disponíveis.

O objetivo do planejamento tributário é, em última análise, a economia tributária. Cotejando as várias opções legais, o administrador obviamente procura orientar os seus passos de forma a evitar, sempre que possível, o procedimento mais oneroso do ponto de vista fiscal.

A economia fiscal ocorre em uma das seguintes situações:

- retardo ou impedimento da ocorrência do fato gerador do imposto ;
- redução do montante de imposto devido.

No caso de aquisições , fusões e incorporações , as principais vantagens fiscais que podem ser identificadas são :

- utilização de perdas fiscais e diferimento de pagamento de imposto de renda ;
- aumento do valor de despesas de depreciação , decorrente do incremento do valor dos ativos ;
- aumento do valor das despesas de juros dedutíveis , devido à alteração da estrutura financeira da empresa.

Segundo pesquisa desenvolvida por Auerbach e Reishus ¹ , em operações de fusão e incorporação ocorridas no Estados Unidos no período entre 1968 e 1983 , a economia fiscal resultante da alteração da estrutura financeira das empresas não representou papel importante como indutor de combinações ou aquisições de empresas.

De acordo com aquela pesquisa , os benefícios fiscais que demonstraram ter tido algum impacto no volume de fusões e incorporações são aqueles ligados ao diferimento de imposto de renda , bem como , a possibilidade de se aumentar o valor dos ativos , através da transação , sem tributação sobre ganhos de capital.

De qualquer forma , os benefícios fiscais parecem ser mais uma vantagem adicional do que propriamente o agente central motivador das operações de aquisição , fusão ou incorporação de empresas.

6. O PROCESSO DE NEGOCIAÇÃO

Depois do minucioso trabalho de selecionar os candidatos primários, a separação dos candidatos finais e os cálculos de avaliação da empresa que está sendo negociada, a empresa adquirente está pronta para a fase de negociação.

Esta fase é, sem dúvida, a mais difícil, um choque de interesses e psicogramas adversos, emocionalidade e objetivos estratégicos devem ser enquadrados numa abordagem tática, tanto por parte do vendedor, como por parte do comprador.

Normalmente, o vendedor possui as melhores cartas neste jogo, ele conhece profundamente a sua empresa e estabeleceu um nível máximo e um nível mínimo do seu preço, naturalmente sempre vinculado às razões que o levaram a oferecer a sua empresa no mercado.

O comprador estabeleceu os níveis máximos e mínimos baseados em levantamentos, pesquisas e cálculos, mas, em muitos casos, o comprador fica muito ansioso de fechar o negócio neste último estágio da pré-aquisição. Esta ansiedade, naturalmente, favorece imensamente o vendedor.

É recomendável que o comprador deixe as negociações iniciais na mão do seu grupo de trabalho para não se desgastar e sempre lembrar que ele, com muita certeza, tem uma valorização mais objetiva que o vendedor, que, sem dúvida, está emocionalmente envolvido e normalmente não executa todos os cálculos, pela segurança de conhecer a sua empresa melhor que qualquer um.

O comprador deve mostrar muita segurança na abordagem e convencer o vendedor de que possui uma valorização muito mais técnica e sólida que ele. O

maior objetivo do comprador no processo de negociação é explorar áreas de interesses mútuos e monitorar a negociação para conseguir um preço e termos de pagamento que são aceitáveis e beneficiam os dois lados. A negociação deve ser levada num clima de respeito mútuo e, em caso de entrar em fases difíceis, ninguém deve fechar as portas para sempre.

6.1. A Análise das Posições na Negociação

Durante a análise e pesquisa da empresa candidata, surgiu uma série de pontos fortes e pontos fracos naquela empresa; estes conhecimentos, especialmente os pontos fracos, tem que ser habilmente explorados durante as negociações:

- o comprador está consciente da sua posição mais forte no mercado em relação à posição do vendedor;
- o comprador conhece exatamente a situação do mercado no setor;
- o comprador, durante as várias reuniões nos estágios preliminares, sem dúvida identificou exatamente porque o vendedor está vendendo a sua empresa;
- o comprador possui, em detalhes, todos os dados financeiros do vendedor, que, de forma sintética, estão nas mãos dos negociadores e podem ser habilmente usados durante as discussões;
- todos os dados sobre o comportamento do macroambiente, o desenvolvimento do mercado e outros itens do banco de dados são ferramentas úteis na negociação;
- os consultores externos podem ser usados habilmente na análise de alguns fatos que podem convencer o vendedor de que ele realmente não está fazendo um mau negócio.

Muitos detalhes e anotações, que foram feitas durante os levantamentos e reuniões iniciais, podem ser importantes argumentos durante as negociações finais. A mais importante informação, que o grupo qual a empresa está à venda, sobre esta informação deve ser feito o planejamento da estratégia de negociação.

6.2. Técnicas de Negociação

Uma negociação pode facilmente entrar em impasse , se os representantes do comprador não atentarem para com alguns fenômenos psicológicos que podem prejudicar ou mesmo encerrar a transação.

No caso de o vendedor ser um empreendedor ou até o fundador da empresa, ele pode abordar as negociações com muita emoção, afinal, foi ele que trabalhou muitos anos para fazer o empreendimento crescer. Os negociadores devem compreender esta posição psicológica e negociar com uma certa sensibilidade. O proprietário de uma empresa candidata que não tem vínculos sentimentais com a sua empresa aborda a negociação com muito mais lógica e muito mais técnica.

Por outro lado, ao negociar com executivos há muitos anos na empresa, existe o perigo destes executivos estarem muito mais preocupados com o seu próprio futuro do que com a venda da empresa.

É importante que, durante a negociação final, sejam legalmente transferidos quaisquer contratos de licenciamento de tecnologia, benefícios de royalties, endosso de patentes ou marcas registradas e qualquer tipo de *joint-ventures* que possa existir deve ser legalmente transferido para o comprador.

Normalmente, uma parte do preço de venda é , na verdade , uma reserva, para cobrir qualquer contingência depois da formalização do contrato, durante um período adequado.

Preparação, e planejamento são as fases mais importantes de uma negociação. De acordo com Lewicki e Litterer²¹, antes de iniciar a negociação propriamente dita, o negociador deve:

- identificar claramente seus objetivos;
- estabelecer a prioridade destes objetivos, verificando os resultados tangíveis e intangíveis;
- preparar e planejar uma agenda para a negociação;
- conhecer o outro lado: seus recursos e necessidades, seu comportamento histórico.

Raiffa²⁷ recomenda que na preparação para uma negociação, o negociador deve seguir os seguintes passos:

- conhecer plenamente seu problema, suas necessidades;
- conhecer o outro lado, seus limites, suas fraquezas, seu tipo de comportamento, sua integridade;
- fazer pré-avaliações sobre o desenvolvimento da negociação: como será aberta, quantas rodadas poderá ter, qual deve ser a reserva nas tratativas, como será afetada a relação pessoal com a outra parte ao longo da negociação, etc.
- considerar a logística da situação: ter o apoio ou a participação direta de um profissional, escolher o local adequado para os encontros, escolher tradutores, se necessário;
- simular a negociação: treinar antecipadamente;
- estabelecer suas aspirações e seus limites com clareza.

Segundo Fisher e Ury¹⁵, "o problema básico de uma negociação não está nas posições conflitantes, mas sim no conflito entre as necessidades, desejos, interesses e temores de cada lado".

Os negociadores devem fixar-se nos interesses , não em posições .

Quando as partes que negociam têm diferenças profundas e conflitantes de entendimento , acordos satisfatórios somente serão possíveis se os negociadores se concentrarem nos resultados ou num conjunto de interesses comuns, sem fixação obsessiva em posições. A discussão de posições gera acordos insensatos.

Lewicki e Litterer²¹ recomendam que o processo deve ser encaminhado para uma *negociação integrativa* , isto é, uma negociação onde ambas as partes aceitem que a outra parte também pode ganhar .O sucesso deste tipo de negociação é mais provável quando as partes reduzem seus níveis de aspiração , a fim de permitir soluções mutuamente aceitáveis.

Outros pontos que devem ser considerados , ao se planejar e efetivar um processo de negociação são :

- o processo de decisão de compra é lento ; os negociadores de ambos os lados devem estimular o interesse pela transação , suprimindo as partes do máximo de informações ;
- a concentração deve ser nas premissas : o preço deve ser uma consequência , do ponto de vista negocial ;
- deve haver flexibilidade : toda proposta deve ser avaliada .

6.3. Limites da negociação

Antes de iniciar a negociação propriamente dita , as partes estabelecem seus patamares e limites de negociação, avaliando a empresa através de métodos que são discutidos no capítulo 3 deste trabalho .

Para o estabelecimento destes limites de negociação , Van Horne ⁴² apresenta um outro enfoque , baseado nos efeitos causados pela compra ou combinação sobre o valor da empresa :

Considere-se uma transação envolvendo uma empresa "A" que está adquirindo uma empresa "B".

Os valores de mercado de cada ação de "A" e "B" são, respectivamente :

$$P_A = (P/L_A \times L_A) / N_A$$

$$P_B = (P/L_B \times L_B) / N_B$$

onde :

P/L_A , P/L_B : índices Preço / Lucro das empresas A e B

L_A , L_B : lucros correntes totais das empresas A e B

N_A , N_B : quantidade de ações das empresas A e B

Depois da combinação das empresas , o valor esperado de mercado de cada ação da nova empresa será :

$$P_{AB} = (P/L_{AB} L_A + L_B) / (N_A + (RT) N_B) \quad (2)$$

onde :

P/L_{AB} : índice Preço / Lucro da nova empresa

(RT) : relação de troca , isto é , dada pelo número de ações de A que é oferecido por cada ação de B.

Para que não haja redução do valor para os acionistas originais da empresa A, o valor de cada ação da empresa após a combinação não poderá ser menor do que antes, isto é :

$$P_{AB} \geq P_A$$

Igualando as equações (1) e (2), determina-se valor máximo aceitável para os acionistas da empresa A, para o índice de troca entre as ações das empresas, a saber :

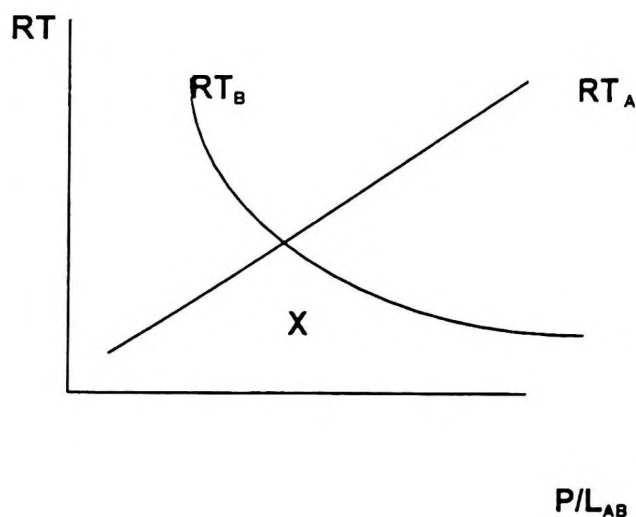
$$RT_A = [P/L_{AB} (L_A + L_B) - P/L_A \times L_A] / P/L_A L_A (1/N_A) N_B$$

Com este índice de troca, o valor esperado de mercado da ação da nova empresa será igual ao valor de mercado da ação de A antes da transação.

Analogamente, pode-se determinar os valores limites de aceitação para os acionistas da empresa B :

$$RT_B = [P/L_B (L_B / N_B) \times N_A] / [P/L_{AB} (L_A + L_B) - P/L_B \times L_B]$$

Das expressões acima, observa-se que o valor limite do índice de troca para os acionistas de A é diretamente proporcional ao índice P/L_{AB} , enquanto que para os acionistas de B é inversamente proporcional a este índice. Compondo-se ambas as condições em um mesmo gráfico **índice de troca x índice P/L**, pode-se determinar a região de negociação, com os limites de aceitação para cada parte.



Evidentemente , nas negociações , os representantes da empresa A vão procurar alcançar um índice de troca o mais próximo possível dos limites de B , ou seja , da curva RT_B e vice versa os representantes de B.

O índice de troca acordado , portanto , irá depender da capacidade negocial de cada parte ; se o acordo ocorrer nos valores correspondentes ao ponto X indicado na curva , significa que mantiveram-se para os acionistas de ambas as empresas os mesmos níveis de riqueza de antes da transação .

À esquerda de X não há acordo possível , visto que seria desvantajoso para ambas as partes e , acordos à direita de X , que trazem ganhos reais tanto para os acionistas de A como para os acionistas de B , são possíveis dentro do pressuposto de haver sinergia decorrente da transação.

6.4. A Forma de Aquisição

A aquisição de uma empresa pode ser feita via a aquisição de ativos ou via compra de ações ordinárias da empresa que está sendo adquirida.

Normalmente , o comprador prefere adquirir somente os ativos da outra empresa , pelas seguintes razões :

- interesse apenas por alguns itens selecionados do ativo da empresa adquirida;
- evitar a responsabilidade por passivos da adquirida ;
- evitar a necessidade de continuar com um método contábil desfavorável;
- obter uma base de ativos aumentada , para converter o justo valor corrente de mercado dos ativos em seu custo tributário.

O lado vendedor , por sua vez , normalmente prefere vender ações em vez de ativos , pelas seguintes razões:

- livrar-se de passivos inesperados ;
- evitar a necessidade de avaliar bens da empresa ;
- evitar eventual imposto de renda incidente sobre a transação.

Se todos os ativos são comprados , a empresa que foi adquirida pode reter o montante em-dinheiro ou as ações que recebeu em pagamento , caso em que a companhia continua a existir , ou pode distribuir esses valores entre os acionistas, na forma de dividendo de liquidação , caso em que a empresa é dissolvida.

Evidentemente , se somente uma parcela dos ativos for vendida , a empresa adquirida continua a existir ; neste caso , se a venda foi feita a vista , os acionistas estão sujeitos à taxaço de ganhos(ou perdas) de capital . Se a transação foi feita através da troca de ações - ordinárias ou preferenciais , a

transação não é taxada do ato da venda, mas somente quando aquelas ações são negociadas.

O principal fator será o preço oferecido pela ação, que se reflete no índice de troca. Se a adquirida receber a oferta de um bom prêmio acima de seu preço de mercado, bem como outras garantias, pode-se consumir a fusão. ocasionalmente, há negociações extensas, nas quais o candidato à fusão faz contra-ofertas, a fim de obter as melhores condições possíveis.

Ocasionalmente, a fim de satisfazer a administração, certos pagamentos contingentes são incluídos no contrato de fusão. Numa transação de caixa, bônus de subscrição podem ser dados à administração da empresa de capital fechado que deverá ser operada por sua administração como subsidiária. Os bônus de subscrição podem ser passíveis de exercício, assim que o preço de mercado da ação da adquirente atingir um certo nível. Entretanto, é mais comum eles se vincularem de alguma forma aos lucros a subsidiária. O contrato desse tipo de bônus de subscrição geralmente reza que, se o lucro acumulado da subsidiária exceder um montante especificado dentro de um certo período de tempo, a administração receberá uma certa porcentagem do lucro ou um determinado número de ações da empresa. O nível de desempenho necessário para se receber o pagamento contingente pode estar vinculado ao lucro médio anual ou algum outro valor financeiro. Os pagamentos contingentes numa transação através da troca de ações são bastantes semelhantes, exceto que há uma maior probabilidade de que o pagamento seja feito em ações em vez de caixa.

O uso de pagamentos contingentes como um estímulo para a administração existente da adquirida a operá-la após a fusão, de forma benéfica à companhia, é uma característica atraente do ponto de vista da adquirente e da adquirida. As vezes, um pagamento contingente é incluído como uma parte indefinida do preço inicial de compra; em outros casos, ele é usado simplesmente como incentivo para a administração da subsidiária, que foi

remunerada fartamente na ocasião da aquisição, afim de que esta opere a empresa eficientemente e visando aos interesses de todos. Aqui, o pagamento contingente representa um tipo de participação nos lucros para a administração da subsidiária. Quando se incluem esses tipos de pagamentos, a adquirente, de fato, está oferecendo um incentivo à administração da subsidiária para operá-la com sucesso.

6.5. Finalização da Negociação :A Carta de Intenções

Uma vez que os parceiros de negociação chegaram a um acordo aceitável, que parece beneficiar tanto o vendedor, como o comprador, deve ser feita imediatamente uma carta de intenções que inclua todas as cláusulas negociadas para evitar que o vendedor eventualmente continue negociando com outros interessados.

Uma vez assinado um acordo legalmente válido, o vendedor fornecerá as últimas informações que ainda ficarem sigilosas e que servem para editar o contrato final de venda da empresa e todos os direitos tangíveis e intangíveis.

Na carta de intenções, o vendedor estabelece que não negociará com outros interessados desta data em diante e que espera a execução da auditoria final e a elaboração do contrato de venda pelos advogados das duas partes, que estabelecerá:

- o preço final;
- a forma de pagamento deste preço;
- a continuidade da atual gestão até a posse;
- os valores que ficarão em garantia" para cobrir eventuais contingências e o prazo desta garantia ;
- o detalhamento dos ativos e passivos;

- a transferência definitiva de patentes, registros, marcas, "grifes", "franchising" e eventuais participações em "joint ventures" ou outros acordos.

6.6. Consultoria Especializada

É recomendável que ambos os lados da negociação lancem mão de consultores especializados , para a condução da negociação.

Os consultores especializados se encarregam de deixar o cliente fora de todas as fases do processo de venda ou de compra, desde o levantamento da empresa, os contatos diretos que, eventualmente, identificam o comprador ou vendedor ideal para o seu cliente, até o fim o processo de aquisição ou venda da entidade , podendo intervir também na fase pós aquisição.

A utilização de um advogado com especialização de aquisições, fusões, incorporações é importante no processo de conclusão das negociações, na hora de elaborar o contrato final de aquisição.

7. O PROCESSO DE INTEGRAÇÃO :CULTURA E ORGANIZAÇÃ

7.1. O Planejamento da Integração

O processo de integração compreende todas as atividades inerentes à inserção da empresa transacionada no novo grupo econômico , cultural , estratégica e financeiramente.

O processo de integração assume características diferentes , de acordo com o tipo de operação , isto é :

- em um processo de aquisição ou incorporação , a nova empresa do grupo será uma "controlada" . Neste caso , a integração se fará mediante a consolidação desta controlada dentro da estrutura do grupo adquirente;

- em um processo de fusão , a nova empresa será uma "coligada" . Neste caso , a coligada pode manter sua própria gestão , ficando a *holding* com o direito de nomear os novos administradores e integrar a coligada ao seu plano estratégico;

- em um processo de *joint venture* será uma *associada* . Neste caso , não havendo maioria controladora , a associada estará somente sujeita a auditorias da outra parte.

O processo de integração normalmente é conduzido por um grupo de trabalho, que é responsável pela transição organizacional , pela formação da nova gestão , pela elaboração da consolidação dos controles e pela implantação da cultura estratégica na nova empresa.

O plano de integração consiste das seguintes atividades :

- formulação de estratégia de integração ;
- definição da política de gestão da nova empresa - centralizada ou descentralizada ;

- definição dos objetivos operacionais de curto prazo e formação dos macro objetivos de longo prazo , de forma integrada com os objetivos estratégicos do grupo;
- consolidação das atividades de controladoria , tesouraria , marketing , engenharia e desenvolvimento tecnológico e recursos humanos;
- definição dos sistemas de comunicação entre a nova empresa e a empresa adquirente;
- conceituação dos sistemas de controle e auditoria interna ;
- implantação dos conceitos culturais e estratégicos na empresa , de acordo com os padrões do grupo controlador.

De acordo com Schein ³⁷ , "para que uma aquisição , fusão ou incorporação dê certo , o grupo responsável pelo processo de transição e integração deverá ter uma grande habilidade para contornar situações imprevistas".

Um bom planejamento , embora essencial , não pode antecipar todas as dificuldades inerentes ao processo de implantação da nova estrutura empresarial.

Tão importante quanto um bom planejamento é a flexibilidade e os conhecimentos suficientes do processo , que permitam ao grupo responsável pela transição resolver todas as situações não previstas que sempre surgem ao longo da transição.

Esta afirmação baseia - se nas seguintes considerações:

- as organizações tem sempre sua própria história , sua cultura organizacional , suas identidades próprias , que tendem a criar uma reação natural às mudanças inerentes à nova situação da empresa ;
- embora análises preliminares indicassem a viabilidade de uma fusão dos pontos de vista comercial e financeiro , durante o desenrolar do processo de

integração podem surgir fatos inesperados ou imprevistos que resultem na dissolução ou não efetivação da compra ou da fusão;

- nenhuma das empresas pode prever , nas etapas iniciais , a reação das outras empresas envolvidas na transação , no que se refere aos escalões médios, que , na prática , serão os responsáveis pela operacionalização do processo de integração.

7.2. Aspectos culturais do processo de integração

Não obstante esteja claro que as aquisições , fusões e incorporações devam ser baseadas sobretudo em critérios objetivos - estratégicos e financeiros , entre outros, ignorar um choque de culturas pode conduzir a um fracasso financeiro ou , no mínimo , a uma substancial redução dos resultados esperados.

Conforme apontou Rhinesmith³³ , dentre os objetivos das empresas que se preparam para competir no mercado global , os fatores ligados à cultura organizacional devem ter o enfoque da capacidade de resposta , no qual os interesses , percepções e valores de liderança são expressos através de :

- articulação da estratégia ;
- alinhamento da cultura da organização ;
- mobilização do pessoal .

Freqüentemente , as questões referentes ao pessoal e à organização recebem pouca atenção ou prioridade durante o processo de avaliação pré aquisição.

Evidências cada vez maiores sugerem que a incompatibilidade cultural é a maior causa isolada da não concretização do desempenho projetado , da saída de executivos-chave e de demorados conflitos na consolidação dos negócios.

Ao longo do tempo , as organizações desenvolvem personalidades distintas , que recebem o nome de *cultura corporativa*. Como a personalidade

de um indivíduo, a cultura de uma empresa é formada por seus valores coletivos, seus costumes e pelas regras não escritas que regem o comportamento dentro da organização. A expressão *choque cultural* serve para descrever o conflito entre as filosofias, os valores, os estilos e as missões de duas empresas; este conflito pode ser o fator crítico quando duas empresas decidem juntar-se.

Problemas humanos :Nos processos de aquisição, fusão e incorporação de empresas, os principais problemas com as pessoas são:

- perdas de pessoas-chaves: com a nova gestão da empresa, é comum ocorrerem cortes ou substituição de pessoal e, nestes cortes, elementos importantes saírem ou serem cortados, podendo por em risco todo o empreendimento;

- incerteza e insegurança estão quase sempre associadas a todas as aquisições, fusões e incorporações, é notório um sentimento de vulnerabilidade pessoal e de perda de controle e as pessoas passam, por iniciativa própria, a se considerarem em disponibilidade;

- perda de eficácia organizacional: a incerteza que advém com as mudanças tem também o efeito de causar perda de entusiasmo e, em consequência, a perda da motivação e do moral; esta situação somente se corrige quando a nova estrutura organizacional, os novos objetivos e, enfim, a nova visão da empresa puder ser divulgada com clareza e comunicada a todos.

Em vista desses problemas, uma das primeiras providências do grupo responsável pela transição, e dos novos proprietários, é definir a nova estrutura organizacional. Grande parte dos fracassos nos processos de integração e da própria concretização das aquisições, fusões e incorporações caracteriza-se

por uma tendência a se ter relações de subordinação vagas e mudanças freqüentes na estrutura de subordinação.

Quando ocorrem aquisições , as pessoas quase sempre focalizam as diferenças entre as empresas ; é típico o adquirente ser encarado como o *vencedor*.

Uma das dificuldades em se misturar duas organizações é que cada grupo tende a encarar o mundo de seu próprio ponto de vista : ao se depararem com a mesma situação tendem a apresentar diagnósticos ou decisões diferentes , fruto dos seus modos diferentes de encarar tal situação . O respeito mútuo e a capacidade e predisposição para considerar o ponto de vista da outra é um dos pontos chave para o fator humano em qualquer aquisição , fusão ou incorporação.

O tratamento adequado das questões culturais na integração entre empresas que sofreram processo de aquisição , fusão ou incorporação , é fator muito relevante para o sucesso da transação , com os seguintes resultados:

- melhores condições de operação na nova situação da empresa;
- garantia do sentido de comunidade e união do pessoal;
- estímulo , entusiasmo e compromisso com a organização , tendo as metas e objetivos claros;
- menor quantidade de defecções e de desestímulo das pessoas;
- maior produtividade e lucratividade - sinergia.

7.3. Fatores críticos para o êxito da integração

O insucesso de um processo de integração entre empresas pode ocorrer, ainda que satisfeitos todos os requisitos estratégicos de sinergia e complementaridade - econômicos , financeiros , técnicos e mercadológicos .

Segundo apresentaram David Jemison e Sim Sitkin ¹⁹ , são quatro os impedimentos , ou fatores críticos , que são relevantes para o êxito ou fracasso num processo de aquisição , fusão ou incorporação de empresas:

- **A divisão de tarefas**

A complexidade técnica das atividades que se produzem em torno de uma operação de aquisição , bem como , a especialização profissional típica dos elementos que nela participam , conduzem à segmentação das tarefas envolvidas. Esta segmentação gera análises e julgamentos conceitual e operacionalmente diferentes , com maior atenção aos aspectos relativos à complementaridade estratégica (financeiros , econômicos , técnicos e mercadológicos) em detrimento das questões organizacionais.

- **A pressão para concluir o processo**

As forças motoras que procuram acelerar a conclusão dos processos de aquisição , fusão ou incorporação são normalmente maiores do que as reações que tentam controlar e avançar mais cautelosamente com a operação .O efeito combinado destas duas forças , com prevalência das primeiras , acaba por resultar em soluções prematuras , em menor atenção aos aspectos da integração entre empresas , prejudicando o êxito da operação.

As principais razões para o desejo dos participantes em concluir o processo o quanto antes são:

- a) compromisso dos executivos diretamente envolvidos com os prazos da operação;
- b) confidencialidade : a dificuldade de manter o sigilo da operação por muito tempo;

- c) a necessidade de isolamento dos responsáveis pela tomada de decisões : o desconforto desta situação por um período de tempo muito prolongado;
- d) excesso de confiança : os profissionais envolvidos , por excesso de confiança, tendem a relevar em suas considerações quanto aos aspectos de integração;
- e) a tensão decorrente da situação de ambigüidade , típica de situações transitórias, tende pressionar os envolvidos a precipitarem a finalização do processo , ainda que em condições não ideais;
- f) interesses pessoais dos envolvidos;

- **Expectativas conflitantes**

A presença de posições conflitantes durante a fase de negociação , no que se refere ao objetivo da transação , níveis esperados de receitas e de resultados , entre outras é um fato natural e que não traz prejuízos ao processo. Entretanto , estes conflitos quando não estão resolvidos na fase de negociação pré-acordo e persistem na fase de integração , são nocivos e podem contribuir para o insucesso da transação .

- **Aplicação de enfoques errados na direção da empresa adquirida**

O desejo da empresa adquirente de apoiar a empresa recém adquirida , sem uma correta avaliação se são aplicáveis a esta segunda os mesmos critérios e estratégias de direção que se aplicam à primeira , podem reduzir as chances de a nova unidade ser bem sucedida.

Finalmente , visto que são poucas as empresas que se dedicam sistematicamente a comprar e vender outras empresas , os processos de venda, aquisição , fusão e incorporação acabam por se estruturar e desenvolver juntamente com a gestão dos negócios em curso das empresas.

profissionais é também fator crítico , dada a confidencialidade e a confiança que uma tarefa destas exige.

7.4. O processo de integração nas privatizações e nas transações internacionais no Brasil

Os processos de integração pós aquisição e fusão ou incorporação tornam-se mais críticos quando se trata de privatização de empresas.

No caso brasileiro , os principais agentes contrários às privatizações foram os sindicatos junto com a CUT - Central Única dos Trabalhadores e o próprio corporativismo existente nas empresas estatais , levados pelo temor da perda dos privilégios inerentes à condição de funcionários públicos , principalmente a estabilidade de emprego.

Entretanto , vencida esta barreira , o que se verificou na prática foram dois fatores importantes : de um lado , expressivas demissões , forçadas ou induzidas , adequando os quadros à real necessidade e de outro , a reeducação ou a conscientização dos funcionários , que passaram a trabalhar dentro de uma visão de resultados. Em decorrência , a maioria dessas empresas passou de uma condição de deficitária para lucrativa .

Evidentemente , a satisfação do corpo de funcionários também se deveu ao fato de que , nas privatizações , parte do capital da empresa privatizada ficou reservada às associações de funcionários , que passaram , assim , a ter participação nos lucros.

Do ponto de vista cultural , ainda , há um longo caminho a se percorrer , porque as privatizações ocorrem simultaneamente a outro processo de forte impacto sobre as organizações , que é o acirramento da competitividade e a necessidade de redução drástica de custos , tanto nas áreas de produção como de apoio e administrativa. Com isto , estão fadadas a desaparecer as complexas estruturas hierárquicas , tão comuns nas empresas estatais , mas

também presentes em alguns grupos privados (grupos Villares e Votorantim são exemplos).

Por outro lado , as aquisições de empresas locais por grupos ou empresas estrangeiras tem propiciado outro tipo de situação. As áreas chamadas de frente das empresas , como marketing e vendas , via de regra são mantidas , até porque muitas vezes o grande objetivo da compra foi precisamente se alcançar estes profissionais. Já , as áreas financeiras são substituídas por pessoal de confiança das compradoras e passam a deter o poder maior na operação da companhia .

Aí residem , certamente, os maiores conflitos e desgastes nas novas organizações , porque os brasileiros , normalmente altamente especializados e sobreviventes de um período de altíssima inflação e conturbação econômica , têm tolhido o seu poder e tendo que prestar contas a profissionais do exterior , pouco habituados com nosso ambiente econômico .

8. CONCLUSÕES

O estudo das aquisições , fusões e incorporações de empresas como uma forma de se efetivar o desenvolvimento empresarial em prazos e condições compatíveis com as exigências do ambiente nos permitiu visualizar as principais vantagens e os fatores críticos envolvidos nestes processos.

A redução dos custos operacionais e administrativos , a agregação de profissionais experientes e com conhecimento de mercado e de produto , a combinação de recursos complementares , o acesso a novas tecnologias , pudemos concluir , têm alta probabilidade de serem alcançadas através da associação de empresas , encurtando a trajetória para uma estruturação organizacional condizente com as exigências do ambiente global.

Métodos alternativos para a determinação do valor das empresas envolvidas nas transações foram objeto deste estudo . Considerando que o valor de uma empresa está associado à sua capacidade de gerar retornos futuros , que deverão ser sua fonte de sobrevivência e crescimento , o método do Fluxo de Caixa Descontado é aquele que melhor reflete o real valor das empresas.

Ao praticar esta metodologia de avaliação , conforme constatamos neste nosso trabalho , é crítica a determinação do custo de capital a ser empregado no desconto do fluxo de caixa a valor presente ; técnicas modernas empregando o CAPM - *Capital Asset Pricing Model* ou a APT - *Arbitrage Price Theory* , propiciam uma abordagem racional dos riscos envolvidos , o que propicia maior controle no processo de decisão do custo de capital a ser adotado nas avaliações. No caso de transações internacionais , onde se deve incluir as considerações quanto aos riscos político e cambial , entendemos que a opinião de especialistas pode ser de grande utilidade na avaliação global dos riscos a serem considerados no custo de capital.

No aspecto contábil , verificamos que o tratamento contábil que é dado às aquisições , fusões e incorporações não afeta o fluxo de caixa futuro da nova empresa .

Do ponto de vista de tributação , a legislação estabelece que a responsabilidade fiscal é da nova empresa ou da empresa sucessora , bem como, empresa sucessora pode se beneficiar de eventuais prejuízos das empresas envolvidas. Entendemos , concordando com os resultados da pesquisa de Auerbach e Reishus ¹ , que economias fiscais são vantagens secundárias , das quais as organizações podem fazer uso , mas não se constituem a razão principal a induzir um processo de aquisição ou de combinação de empresas.

No processo de negociação, conforme constatamos na literatura pesquisada , destacam-se a forma de contratação negociada , o tratamento dado aos passivos da empresa adquirida e o envolvimento emocional dos administradores.

A utilização de consultores especializados é recomendada , porque auxilia na administração dos fatores psicológicos que naturalmente fazem parte dos processos.

Finalmente , o processo cultural e de integração pós aquisição ou fusão é fator bastante crítico , visto que , como registra a bibliografia consultada , muitas transações tem seus resultados frustrados , no último momento , devido a complicações durante o processo de reorganização e integração entre as empresas. Em nosso entendimento , o melhor tratamento para este problema , é efetuar um cuidadoso planejamento da fase de transição e utilizar o apoio de especialistas externos , durante o processo de integração , mormente quando envolver a integração de pessoas de nacionalidades diferentes , com diferenças culturais significativas.

Apesar dos fatores críticos apontados , o volume de aquisições , fusões e incorporações , tanto nos países do Primeiro Mundo como nos de economia emergente , por si só comprovam serem estas alternativas muito interessantes

de desenvolvimento empresarial , para adequação rápida à realidade do mercado global.

9. BIBLIOGRAFIA

9.1. Livros e Artigos Assinados

1. AUERBACH, Alan J.; REISHUS, David. The Effects of Taxation on the Merger Decision. Artigo publicado no livro Corporate Takeovers: Causes and Consequences. EUA. The University of Chicago Press. 1994.
2. BADGER, Ralph E. Valuation of Industrial Securities. New York. Prentice-Hall 1925. in [24]
3. BOLTON, Steven E. Managerial Finance. Boston. EUA. Houghton Mifflin Co. 1992.
4. BREALEY, Richard A. & MYERS, Stewart C. Princípios de Finanças Empresariais. Portugal - Editora Mac Graw Hill - 1992.
5. BRINGHAM, Eugene F. ; GAPENSKI, Louis C. Intermediate Financial Management. 4ª Edição. EUA. The Dryden Press. 1995
6. BRINGHAM, Eugene F. ; GAPENSKI, Louis C. Financial Management. 7ª Edição. EUA. The Dryden Press. 1994.
7. CAMPSEY, B.J. ; BRINGHAM, Eugene F. Introduction to Financial Management. 3ª Edição. EUA. The Dryden Press. 1991
8. CHIAVENATO, Idelbrando. Introdução à Administração Financeira. São Paulo. Makron Books Editora. 1995
9. COPELAND, Thomas E. & WESTON, J. Fred. Financial Theory and Corporate Policy. 3ª edição. Addison Wesley. EUA 1988.
10. COPELAND, Thomas E. ; KILLER, Tim & MIRRIN, Jack. Valuation. EUA. McKinsey & Co. 1990.
11. DEWING, Arthur S. The Financial Policy of Corporations. 5ª edição. New York. The Ronald Press Co. 1953 in [24]
12. EDWARDS, William J. Planning Models for M & A Analysis. Artigo publicado no livro The Mergers and Acquisitions Handbook. 2ª Edição. Editora McGraw-Hill. 1994.

24. MARTELANC, Roy . Métodos de Determinação do Custo de Capital Próprio. Dissertação de Mestrado apresentada à FEA/USP .São Paulo.1994.
25. NAKAMURA , Angela M. Avaliação de Participações Societárias. São Paulo. Editora Brasiliense.1990
26. PORTER, Michael E. Estratégia Competitiva. 9ª edição. São Paulo. Editora Campus.1986.
27. RAIFFA , Howard . The Art and Science of Negotiation. Harvard University Press. 1982.
28. RAO, Rameshi K.S. Fundamentals of Financial Management. McMillan Publishing Co. New York.1989.
29. RAPPAPORT, Alfred. Análise Estratégica para Compras mais Lucrativas. Artigo publicado no compêndio Fusões, Aquisições e Vendas de Empresas , distribuído em Seminário organizado pela Acquisition Consultants .São Paulo.1986.
30. RAPPAPORT, Alfred. Discounted Cash Flow Valuation. Artigo publicado no livro The Mergers and Acquisitions Handbook. 2ª Edição. Editora McGraw-Hill.1994.
31. RASMUSSEN, Uwe W. Aquisições , Fusões e Incorporações Empresariais: Estratégias para Comprar e Vender Empresas no país e no Exterior. São Paulo. Edições Aduaneiras.1989.
32. REIS, Judson P. & CORY, Charles R. The Fine Art of Valuation. The Mergers and Acquisitions Handbook. pp.179 a 187. 2ª edição. EUA. Editora MacGraw Hill.1994.
33. RHINESMITH , S.H. A Manager's Guide to Globalization. Business One Irwin. Homewood. Illinois.1993
34. ROJOT , Jacques. Negotiation: From Theory to Practice. McMillan Publishing Co.1991.

13. EITMAN, David K. & STONEHILL, Arthur I. - Multinational Business Finance -5ª Edição. USA. Editora Addison-Wesley Publishing Co. 1989.
14. FENSTERSEIFER, Jaime E. ; GALEISNE, Alain ; ZIEGELMANN, Júlio. A Utilização de Técnicas Analíticas nas Decisões de Investimento de Capital nas Grandes Empresas no Brasil. Artigo publicado Revista de Administração. São Paulo. out/dez 1987.
15. FISHER, Roger. & URY, William. Como Chegar ao Sim: A Negociação de Acordos sem Concessões. Rio de Janeiro. Imago Editora. 1985
16. FREUND, James C. Merger Negotiations. Artigo publicado no livro The Mergers and Acquisitions Handbook. 2ª Edição. Editora McGraw-Hill. 1994.
17. GITMAN, Lawrence J. Princípios de Administração Financeira. São Paulo. Editora Harbra. 1987.
18. HOFER, Charles W. ; SCHANDEL, Dan Strategy Formulation: Analytical Concepts. Minnesota. EUA. Editora West Publishing . 1978.
19. JEMISON, David B. ; SITKIN, Sim B. Adquisiciones de Empresas: Una Perspectiva del Proceso. Fusiones y adquisiciones: Aspectos culturales y organizativos. Wilmington, EUA. Editora Addison Wesley Iberoamericana. 1990.
20. LERNER, Eugene M. Managerial Finance-A System Approach. Jovanovich. EUA. 1971.
21. LEWICKI, Roy J. & LITTERER, Joseph A. Negotiation. Editora Irwin. 1985.
22. LORANGE, Peter ; KOTLARCHUK, Eugene ; SINGH, Harbir. Corporate Acquisitions: A Strategic Perspective. Artigo publicado no livro The Mergers and Acquisitions Handbook. 2ª Edição. Editora McGraw-Hill. 1994.
23. MADURA, Jeff. International Finance Management. 2ª Edição. EUA. West Publishing Co. 1989.

35. RODRIGUES, Rita M. & CARTER, E. Eugene. International Financial Management. 3ª edição. Englewoods Cliffs. EUA. Editora Prentice-Hall. 1984.
36. ROSS, Stephen A. ; WESTERFIELD, Randolph W. ; JAFFE , Jeffrey F. Administração Financeira. São Paulo. Editora Atlas. 1995
37. SCHEIN, Edgar H. Fusiones y Adquisiciones: Algunos Temas Clave para la Alta Direccion. Wilmington, EUA. Editora Addison Wesley Iberoamericana. 1990.
38. SCHILT, James H. A Rational Approach to Capitalization Rates for Discounting the Future Income Stream of a Closely Held Company. The Financial Planner. January . 1982.
39. SECURATO, José R. Decisões Financeiras em Condições de Risco. São Paulo, Editora Atlas . 1993.
40. SLUSSER , W. Peter ; RIGGS , Rory. Payment Modes and Acquisition Currencies. The Fine Art of Valuation. The Mergers and Acquisitions Handbook. pp.179 a 187. 2ª edição. EUA. Editora MacGraw Hill. 1994.
41. SOLOMON, Ezra & PRINGLE , J.J. Introdução à Administração Financeira. São Paulo. Editora Atlas. 1981.
42. VAN HORNE, James C. Financial management and Policy. 10ª edição. EUA. Editora Prentice-Hall. 1994.

9.2. Outras Fontes

1. Jornal Gazeta Mercantil - Edições de 18/09/1995 , 17/10/1995 , 08/09/1995, 23/10/1995, 24/10/1995, 02/11/1995, 04/11/1995, .
2. Jornal O Estado de São Paulo - Edições de 23/10/1995 , 30/10/1995 .
3. Jornal Folha de São Paulo - Edição de 17/11/1995.
4. Revista Global Finance . New York . Janeiro 1996
5. Revista Business Week- International Edition . Edições de 11/09/1995 e 27/11/95.